申万宏源研究 SWS RESEARCH

2020 年 09 月 18 日

# 千调百味 精品长牛

## ——调味品行业深度报告

**看好**

**相关研究**

"酱香潮起，沉者为金-酱香酒行业深度" 2020 年 9 月 15 日

" 茅台批价继续上行，中秋旺季行情开启 - 食品饮料行业周报 20200907-20200911" 2020 年 9 月 12 日

**证券分析师**

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

**联系人**

曹欣之
(8621)23297818×转
caoxz@swsresearch.com

**本期投资提示：**

- **刚需属性，行稳致远，持续成长。**调味品行业品类众多，每个细分领域均有各自龙头企业。调味品行业能够保持长期、稳定、较快的增长，主要受益于自身的刚性需求及漫长的产品生命周期。对于中国市场，口味的地域和差异化使得外资企业难以全方面地快速进入。从历史趋势看，行业长期保持着量价齐升的态势。行业格局较为分散，主要体现在整体行业与各细分赛道两个维度，但向头部集中的趋势已在近几年显露。

- **品类拓展，产品升级，景气常在。**调味品的发展可归纳为原始调味、工业化、细分化及高端/复合化四个阶段。**酱油**行业已进入高端化阶段，但销量仍未见顶，预计未来五年行业规模仍具备 35%的提升空间。**食醋**受口味区域性限制，行业格局相对分散，规模小于酱油，但可开发的功能与消费场景众多，有望打开新的量价空间。**料酒**为近年来增长较快的品类之一，在龙头企业强势引导下，具备全国化基因。**蚝油**由粤菜小众调料走向鲜味型大品类，成长瓶颈得到突破，但目前仍处于消费者教育与渠道渗透阶段。**复合调味品**为新兴品类，是未来调味品发展的重要方向，预计行业内将出现品类结构切换的趋势。

- **调味品餐饮与零售渠道的特点各不相同。**调味品渠道主要分为餐饮、零售与食品加工，渠道占比约为 4:3:3，前两者为企业主要精耕的渠道。在零售端，采购主体为家中掌勺者，对调味品品质的敏感度偏弱，更注重品牌效应以及终端开展的促销活动，相对产品粘性较低，偏冲动型消费。在餐饮端，采购决策者以主厨为主，采购员为辅，通常采购量大，对产品粘性较强，复购较为稳定，不会冒风味变化的风险而更换调味品。餐饮端的消费行为总体较为理性，对产品价格的敏感度随餐厅定位上升而下降。因此，占据餐饮渠道高地的企业相对拥有更宽广的护城河。

- **现代流通加速包装化与品牌化，餐饮连锁催生复合调味品定制需求。**零售端，现代流通逐步取代传统流通。现代流通营业面积大、容纳品牌多，催生了调味品包装的精细化发展，在消费者潜意识中注入品牌形象。从长期趋势看，现代流通仍将是零售端的主要渠道，但在疫情催化下，零售端的线上化预计将得到加速。餐饮端，连锁化趋势解决双方痛点：从消费者角度，连锁餐饮的标准化避免踩雷、降低试错成本；从商家角度，能够扩大影响力和规模优势，提升可复制性并降低交易成本。因此，连锁餐饮对于中央厨房的依靠催生了定制及复合调味品需求。

- **全渠道，多品类，驱动企业长期成长。**调味品企业的发展方向在于全渠道与多品类，通过扩品类实现渠道与品牌协同效应最大化，形成长期成长驱动力。**海天味业**在机制、管理、渠道与品牌方面当属行业标杆，预计是最先实现调味品平台化的龙头企业。**中炬高新**在体制转变所带来的边际改善下，执行效率将得到提升，有望从第二梯队中脱颖而出。**恒顺醋业**在新董事长带领下，将实行大刀阔斧的改革，百年品牌底蕴有望得到唤醒。**涪陵榨菜**的品牌认可度和品类集中度高，具有强劲的提价实力，未来将利用乌江品牌实现酱腌菜全覆盖。**天味食品**具有双品牌轮动优势，通过加大招商、费用投放及新品推广，抢占行业份额并建立品牌认知。**千禾味业**为零添加系列领导者，已具备一定的品牌符号化，将通过外埠扩张与餐饮布局，实现较快成长。

- **风险提示：**食品安全事件，宏观需求下行影响餐饮需求，行业竞争加剧

申万宏源研究微信服务号

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

# 投资案件

## 结论和投资建议

短期阶段性影响不改调味品长期成长趋势。调味品行业仍处于成长阶段，在餐饮景气度延续与消费升级推动下，长期成长潜力充沛。中长期看，基础与复合调味品将出现结构切换。传统赛道强者恒强，复合赛道孕育新秀，每个细分赛道都有走出龙头企业的可能性。

## 原因及逻辑

**短期阶段性影响不改调味品长期成长趋势。**今年疫情更加凸显调味品板块的防御特点，本质是刚需属性所带来的需求支撑。我们认为，疫情对于调味品需求端冲击较小，虽然餐饮对调味品的需求阶段性降至冰点，但有效地被家庭端销售所弥补。随着二季度复工延期及物流限制等不利因素消退，重点公司的报表端表现环比大幅改善，上半年整体表现好于或持平全年目标进度。

**调味品行业仍处于成长阶段，在餐饮景气度延续与消费升级推动下，长期成长潜力充沛。**我们认为，行业整体的需求量并未见顶，并且刚刚开启高端化的升级趋势。随着城镇化推进及消费者生活节奏加快，外出就餐及外卖频率的提升将利好调味品行业整体需求量。在消费升级的趋势下，高端产品如零添加、有机、陈酿等系列产品频繁涌现，不断推升传统品类的单位价格。我们预计调味品行业未来量价齐升，有望持续扩容。

**中长期看，基础与复合调味品将出现结构切换。**调味品行业的优势在于不断有大单品、新品类涌现。复合调味品兴起的核心本质在于效率提升与难度简化。餐饮端，随着连锁化趋势愈发显著，中央厨房利用复合调味品确保标准化与流程简化，有效降低各类运营成本。零售端，难度较高、步骤复杂的菜式也可通过复合调味品来实现快速复制，极大地满足了家庭端对生活品质的追求。因此，随着复合调味品的快速成长，部分基础调味品的需求将向上游原材料角色转变。

## 有别于大众的认识

**传统赛道强者恒强，复合赛道孕育新秀，每个细分赛道都有走出龙头企业的可能性。目前，调味品行业整体格局仍旧分散，在基础调味品各个赛道中，仍不乏众多中小企业。但是，在龙头企业扩品类及复合调味品的替代下，中小企业的生存空间将受到内外双方的共同挤压，行业整合速度有望开始加速。我们预计，强者恒强的逻辑将不断得到验证，但这并不代表一个龙头企业可垄断多个赛道。在各细分领域，头部企业已形成一定的品牌壁垒与符号化，如海天之于酱油、乌江之于榨菜、恒顺之于香醋等。通过扩品类的后进入者想要取代原先企业的龙头地位绝非轻而易举。综上，从整体角度看，行业集中度将持续提升；从细分领域看，每个赛道都有走出龙头企业的可能性，并且新兴的复合调味品赛道预计将有后起之秀出现。**

# 目录

1. 行业篇：刚需属性 行稳致远 持续成长 ..... 7
1.1 行业属性：中国饮食文化造就独特性与刚需性 ..... 7
1.1.1 调味品品类多：民以食为天，食以味为先 ..... 7
1.1.2 调味品赛道优：消费粘性强，行业壁垒高 ..... 7
1.1.3 调味品成长佳：量价齐升，稳定成长 ..... 8
1.2 行业格局：一超多强 百花齐放 加速集中 ..... 11
2. 品类篇：品类拓展 产品升级 景气常在 ..... 12
2.1 酱油：海天味业一骑绝尘，行业规模仍具空间 ..... 13
2.1.1 行业发展四阶段，海天奠定酱油龙头地位 ..... 13
2.1.2 各类酱油表现分化，预计整体规模仍有 35%空间 ..... 15
2.2 食用油：细分化高端化，益海嘉里多品类发展 ..... 18
2.3 食醋：逐步功能化高端化 集中度依然分散 ..... 21
2.4 料酒：产品裂变 品质升级 消费者教育有望强化 ..... 24
2.5 蚝油：消费者培育，渠道渗透，规模不断扩容 ..... 25
2.6 复合调味品：顺应烹饪饮食趋势，未来无限可能 ..... 27
3. 渠道篇：餐饮零售并列 渠道变迁影响产品 ..... 29
3.1 零售：现代流通取代传统流通，加速包装化与品牌化 ..... 30
3.2 餐饮：连锁化大势所趋，催生复合调味品定制需求 ..... 32
3.3 食品加工：复合化发展成趋势，基础调味品变原料 ..... 35
4. 公司篇：全渠道布局 多品类扩张 成长性优秀 ..... 35
4.1 海天味业：扩品类、升结构、提份额，长期成长潜力充沛 ..... 35
4.2 中炬高新：机制改善、效率提升，有望从第二梯队突围 ..... 36
4.3 恒顺醋业：百年恒顺已起锚，更多改革将落地 ..... 37
4.4 涪陵榨菜：多品类、跨赛道，发力渠道下沉 ..... 37
4.5 天味食品：打法思路逐步清晰，多举措提升收入规模 ..... 38
4.6 千禾味业：顺应消费升级，开拓外埠市场，成长空间可期 ..... 38
5. 投资建议与风险提示 ..... 39
5.1 投资建议：聚焦传统品类的强者，关注新兴品类的新秀 ..... 39
5.2 风险提示：食品安全问题、行业竞争加剧 ..... 40

# 图表目录

图 1：调味品品类品种一览表 ..... 7
图 2：中国调味品消费结构以酱油占主导地位 ..... 8
图 3：日本调味品消费结构中腌渍品占比最大 ..... 8
图 4：美国调味品消费结构以酱类和辛香料为主 ..... 8
图 5：2000 至 2017 年调味品行业收入与利润趋势 ..... 8
图 6：调味品行业销量保持稳定上升趋势 ..... 9
图 7：调味品行业零售单价维持上升趋势 ..... 9
图 8：1995 至 2018 年中国 CPI 与调味品 CPI 走势（上一年=100） ..... 9
图 9：家庭消费者调味品采购具有频次低、花销少的特点 ..... 9
图 10：2016 年调味品行业集中度（按销售额） ..... 11
图 11：海天味业酱油市占率（按产量） ..... 11
图 12：对比酱油，食醋行业更为分散（按销售额） ..... 11
图 13：海天与美味鲜酱油产量增速高于行业水平 ..... 11
图 14：中国调味品历史发展进程 ..... 12
图 15：2000-19 年酱油产量同比增速 ..... 13
图 16：酱油升级路径 ..... 13
图 17：鲜味口感的品类演变 ..... 14
图 18：味精产量的增速由盛转衰 ..... 14
图 19：海天鲍鱼汁的配料表 ..... 15
图 20：海天乡镇市场的门店与地面推广 ..... 15
图 21：海天酱油的产品、渠道与品牌的战略发展 ..... 15
图 22：日本酱油历史产量（单位：亿升） ..... 16
图 23：日本 2 人及以上家庭酱油和酱油衍生品消费额（单位：日元） ..... 16
图 24：2018 年日本酱油行业市场集中度（销量口径） ..... 16
图 25：2016 年酱油行业集中度（按产量） ..... 16
图 26：中日以酱油为基底的复合调味汁 ..... 17
图 27：中日家庭端人均酱油消费量 ..... 17

图 28：日本家庭酱油采购单价不断提升 ..... 18
图 29：酱油零售价格历史趋势不断提升，2014-19 年 CAGR 为 3.3% ..... 18
图 30：2001-2013 中国食用油年产销情况 ..... 18
图 31：1995-2010 我国植物油脂消费情况 ..... 18
图 32：16-19Q3 小包装食用油分品类销售量份额 ..... 19
图 33：16-19Q3 小包装食用油分品类销售额份额 ..... 19
图 34：2017-18 小包装食用油零售端销量渠道比重 ..... 19
图 35：2016-2019H1 小包装食用油销量份额 ..... 19
图 36：益海嘉里生产基地示意图（截至 2019H1） ..... 20
图 37：益海嘉里食用油品牌定位 ..... 20
图 38：益海嘉里产品品种与品类的拓展路径 ..... 20
图 39：我国食醋行业地域性特征显著 ..... 21
图 40：2019 年恒顺醋业销售收入区域分布 ..... 21
图 41：中国、日本食醋行业销售吨价 ..... 22
图 42：食醋的多重属性以及多场景应用 ..... 22
图 43：2013-19 年恒顺高端醋产品销售收入 ..... 23
图 44：恒顺饺子醋及蟹醋配料表 ..... 23
图 45：保健醋产品示例 ..... 24
图 46：2013-2019 天地壹号销售收入 ..... 24
图 47：老恒和、恒顺料酒收入及增速 ..... 24
图 48：老恒和分渠道收入占比 ..... 24
图 49：市场上主要蚝油品牌配料 ..... 25
图 50：蚝汁与各基础调味品煮制成为蚝油 ..... 25
图 51：海天味业蚝油产品五大系列 ..... 26
图 52：海天酱油与蚝油销售额在各类城市比重 ..... 26
图 53：2016 年百强统计中，各企业蚝油收入 ..... 27
图 54：海天与百强统计企业的蚝油产量增速 ..... 27
图 55：2009-2019 年海天蚝油营收及毛利增长情况 ..... 27
图 56：复合调味品分类 ..... 28
图 57：复合调味品需求端分析 ..... 28

图 58：中国人均复合调味品支出预测（单位：元/人）.....28
图 59：单一及复合调味品销售价值与占比.....28
图 60：复合调味品终端规模（单位：亿）.....28
图 61：2020 年复合调味品细分行业的预测规模占比.....28
图 62：调味品销售渠道占比.....29
图 63：调味品渠道结构图.....29
图 64：零售渠道结构占比：KA 与 BC 比重大幅提升（按零售额）.....30
图 65：亿元以上农产品市场的批发占比逐步提升.....31
图 66：全国连锁超市门店总数（单位：个）.....31
图 67：华东某商超调味品专区.....31
图 68：中国餐饮收入规模保持近双位数增长.....32
图 69：2018 年消费者月度做饭次数少于三次的 TGI.....32
图 70：中国人均饮食服务支出占可支配收入比重.....33
图 71：美国人均饮食服务支出占可支配收入比重.....33
图 72：中国连锁、加盟的餐饮收入增速预计快于非连锁.....33
图 73：2013-2019 中、美、日餐饮连锁化率情况.....33
图 74：连锁时尚快餐与单品餐厅的优势.....34
图 75：复合化的趋势下，基础调味品将成为原材料的一部分.....35

表 1：主要调味品企业的提价历史.....10
表 2：主要酱油品种的市场规模.....16
表 3：食醋细分品类及市场规模.....22
表 4：国内外食醋特点对比.....22
表 5：调味品龙头企业餐饮渠道主要维护措施.....29
表 6：餐饮渠道及家庭零售渠道对比.....30
表 7：2015-2017 各类餐饮消费人次同比增速情况.....33
表 8：重点调味品公司盈利预测表.....39

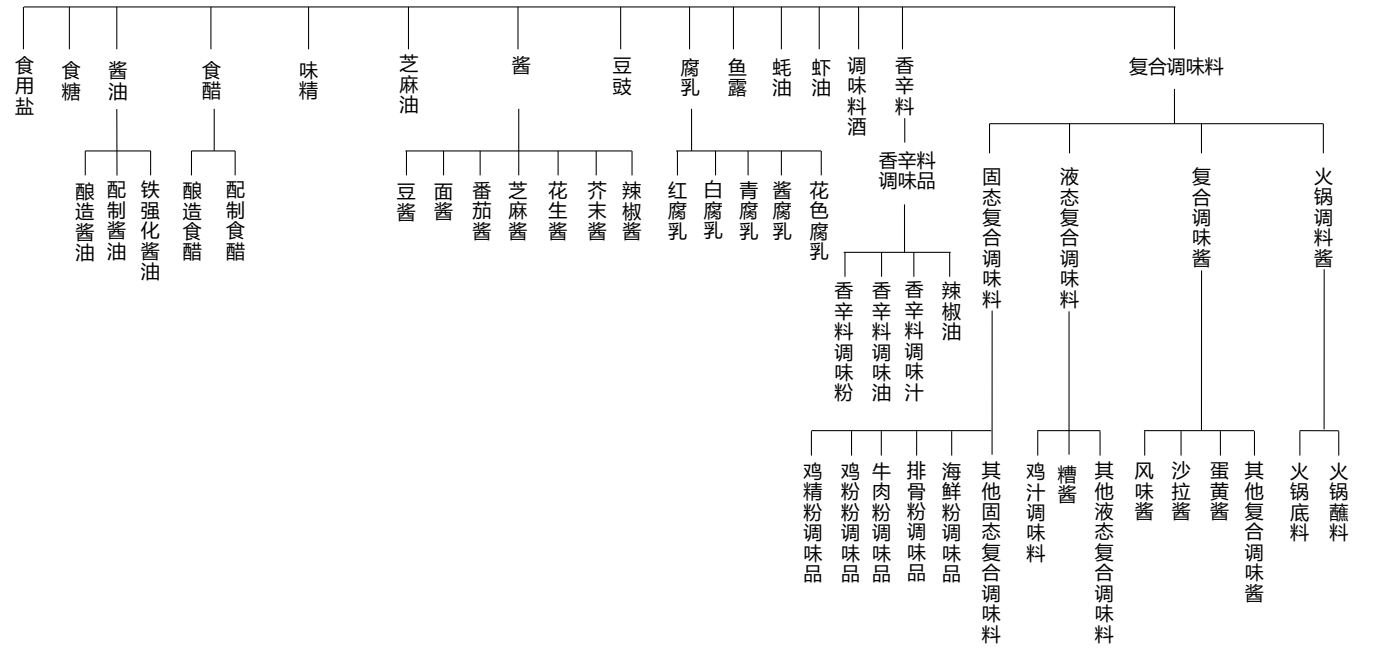
# 1. 行业篇：刚需属性 行稳致远 持续成长

## 1.1 行业属性：中国饮食文化造就独特性与刚需性

### 1.1.1 调味品品类多：民以食为天，食以味为先

**中国地域辽阔且饮食文化源远流长，各地消费者具备独特的口味偏好。**随着菜系的传播推广，如早期的粤菜北上和近期的麻辣风行，不同地区的口味相互交织却又相互影响。过去 20 年经济的高速发展充分提升人民生活水平 ,消费持续升级 ,尤其是餐饮的快速发展，不断推动调味品行业的持续成长。按产品功能分类，调味品可分成 15 大类，涵盖酱油、食醋、盐和味精等传统品类，也包括近年兴起的复合调味品。

**图 1：调味品品类品种一览表**




资料来源：申万宏源研究

### 1.1.2 调味品赛道优：消费粘性强，行业壁垒高

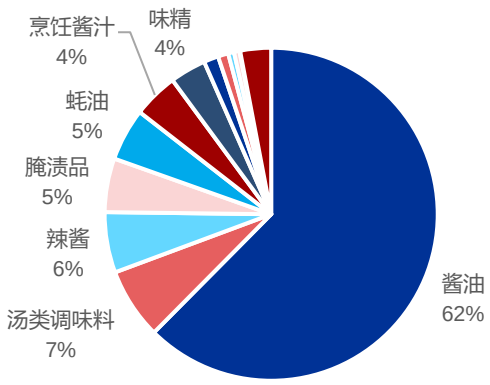
**调味品行业能够保持长期、稳定、较快的增长，主要受益于自身的刚性需求及漫长的产品生命周期。对于中国市场 ,口味的地域和差异化使得外资企业难以全方面地快速进入。**

**一方面，刚需属性与味觉记忆形成调味品消费粘性强的特点。**一日三餐离不开调味品的滋味丰富，因而在宏观经济波动、外出就餐减少，甚至是疫情这类突发系统性事件时，家庭烹饪的增加也能部分弥补调味品的需求损失 ,充分体现了行业刚需属性的优势。此外，日积月累的味觉记忆让消费者养成了重复购买的习惯，并且能敏锐地辨别出味道的更替，这实际是人们对调味品的熟悉与依赖所使然。

**另一方面，独特的饮食习惯与制造工艺铸就行业的高壁垒，调味品行业更易抵御舶来品与外资进入所带来的冲击。**首先，国内外的烹饪习惯与饮食偏好截然不同，即使在文化

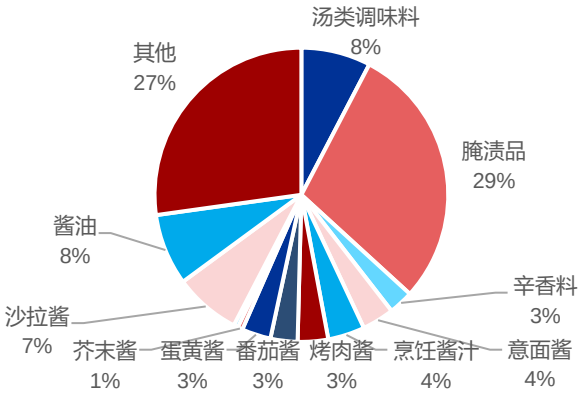
与饮食相似的东亚文化圈内，调味品品类结构也大相径庭。其次，西餐更注重食材的本味，烹饪方法简易，许多菜品烹饪前的腌渍仅是抹上盐与橄榄油，肉类或鱼类更多是在烹饪中加入辛香料或酱类调味，并在食用时搭配蘸料丰富口感。中餐的菜系更加丰富，各地口味不一，烹饪步骤复杂又多元，更注重色香味俱全。因此，西式的调味品极难撼动中式传统调味品的主导地位。其次，由于缺乏相关的制造工艺，多数外资企业采取兼并收购或合资的方式进入中国市场。然而，由于先发优势显著，本土龙头企业受到外资的影响十分有限。

**图 2：中国调味品消费结构以酱油占主导地位**



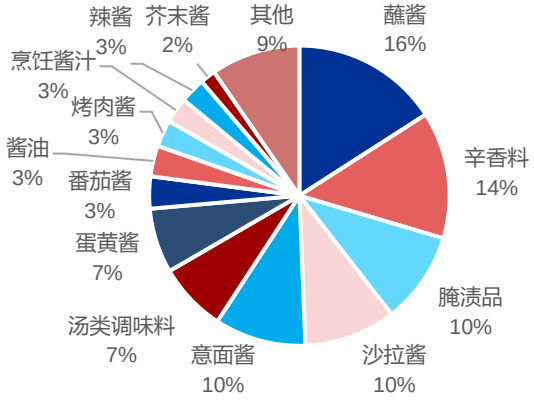

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：根据终端零售额计算）

**图 3：日本调味品消费结构中腌渍品占比最大**




资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：根据终端零售额计算）

**图 4：美国调味品消费结构以酱类和辛香料为主**

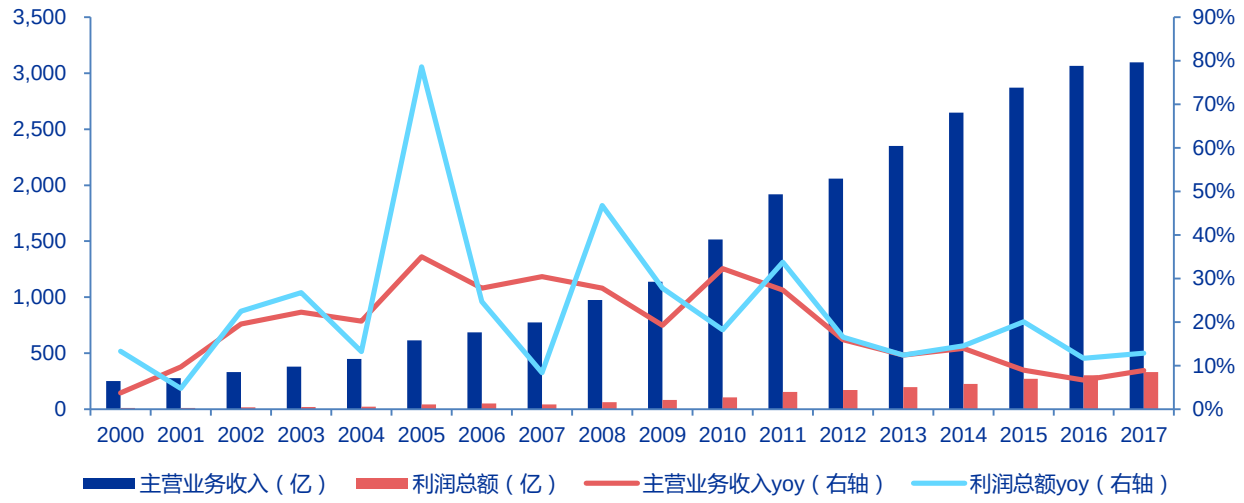



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：根据终端零售额计算）

## 1.1.3 调味品成长佳：量价齐升，稳定成长

**收入规模不断扩大，盈利能力持续提升。**根据国家统计局，调味品行业收入规模由 2000 年 252.6 亿扩大至 2017 年 3097.4 亿，期间 CAGR 为 15.9%。利润端，整体行业利润总额由 2000 年 11.6 亿提升至 2017 年 330.5 亿，期间 CAGR 为 21.8%。

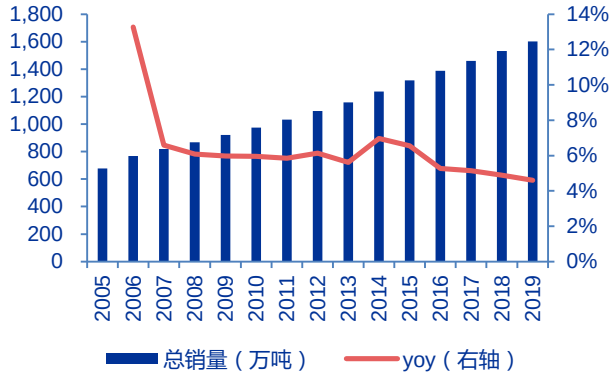
**图 5：2000 至 2017 年调味品行业收入与利润趋势**




资料来源：国家统计局，申万宏源研究

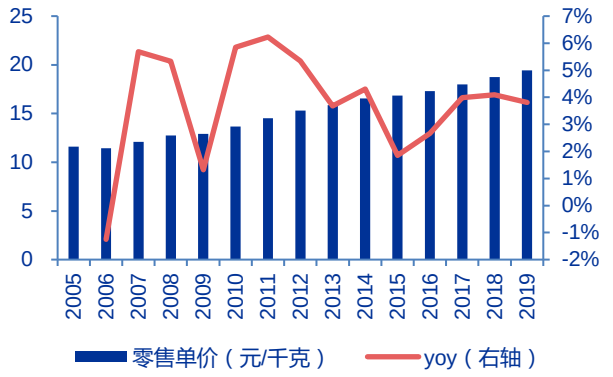
**调味品行业长期呈现量价齐升的趋势。**根据 Euromonitor 显示，2019 年调味品的总销量（餐饮+零售）为 1602 万吨，2005-19 年 CAGR 为 6.3%，近几年增速虽有减缓，但仍维持在 5%的水平。在价格方面，调味品零售单价的增幅保持平稳，自 2005 年的 11.6 元/千克提高至 2019 年 19.4 元/千克，期间 CAGR 为 3.8%。除了直接提价外，价格的提升更多得益于企业推进品种结构升级，高端产品占比提升，从而实现间接提价。

**图 6：调味品行业销量保持稳定上升趋势**




资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：包含餐饮与零售，未包含食品加工）

**图 7：调味品行业零售单价维持上升趋势**

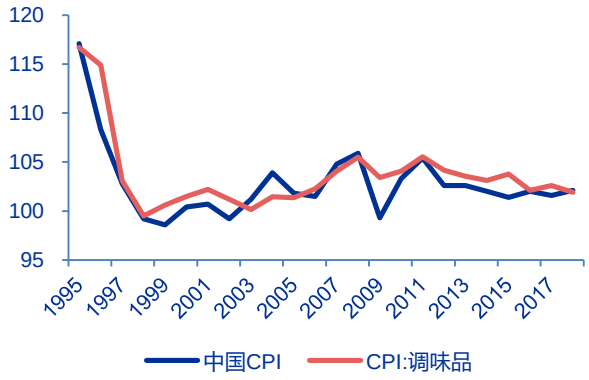



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究（注：根据终端零售计算）

**调味品企业之所以可长期连续提价，在于成本转嫁能力强，消费占比低。**首先，在原材料及包材价格上行的压力下，企业成本转嫁能力强，这是被动提价。1995 年至 2018 年，调味品 CPI 普遍高于中国整体 CPI，表明企业能够抵御通胀所带来的成本压力。梳理上市公司的提价历史，基本上每 3 年左右，头部公司会进行一次直接提价。其次，调味品支出占人均收入的比重很低，使得消费者对价格相对不敏感。2017 年，一线城市的家庭消费者年均购买 16 次调味品，平均花销少于 15 元/次。

**图 8：1995 至 2018 年中国 CPI 与调味品 CPI 走势（上一年=100）**

**图 9：家庭消费者调味品采购具有频次低、花销少的特点**




资料来源：国家统计局，申万宏源研究

| 类别 | 一线城市 | 二线城市 | 三线城市 | 四五线城市 |
|---|---|---|---|---|
| 调味品年花费（元） | 239 | 174 | 138 | 125 |
| 调味品年购买次数（次） | 16 | 13 | 11 | 11 |
| 平均花费（元/次） | 14.94 | 13.38 | 12.55 | 11.36 |

资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究（注：2017年数据）

**表 1：主要调味品企业的提价历史**

| 年份 | 海天味业 | 中炬高新 | 恒顺醋业 | 涪陵榨菜 |
|---|---|---|---|---|
| 2010 | 年底对酱油产品提价 | | 11 月对高档产品提价 10%，中低档产品提价 5% | |
| 2011 | | 下半年提价 6-7% | | |
| 2012 | 9 月提价 | | | 将包装由 1 元/100g 调整为 1 元/80g；间接提价 25% |
| 2013 | | 7 月对厨邦及美味鲜全线产品提价约 5% | | 将包装由 1 元/80g 调整为 1 元/70g；间接提价 14% |
| 2014 | 11 月对旗下六成产品进行提价，幅度为 4% | | 3 月对主力产品提价约 5% | 1 月将包装由 1 元/70g 调整为 1 元/60g；间接提价 17% |
| 2015 | | | | 对广东地区的鲜爽菜丝包装从 1 元/60g 升级到 1.5 元/88g；间接提价 2% |
| 2016 | 12 月对收入占比 70%-80%的单品提价 5% | | 6 月起三个月内，对经典醋系列 19 个单品平均提价 9% | 全国的鲜爽菜丝包装从 1 元/60g 换为 1.5 元/88g；7 月对 11 个单品提价 8-12% |
| 2017 | | 3 月对全线产品提价 5-6% | | 2 月对主力 9 个单品提价 15%-17%，零售价 2 元/包；Q4 间接提价，将 88g 包装变为 80g |
| 2018 | | | | 11 月将 7 个主力流通单品提价约 10%，防止窜货 |
| 2019 | | | 1 月对香醋和陈醋系列产品平均提价 15.04%；料酒系列产品平均提价为 10% | |

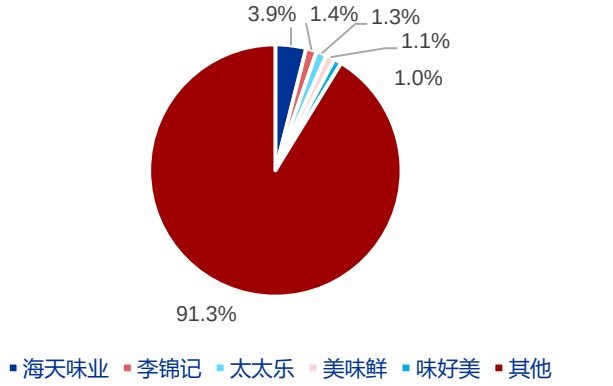
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 行业格局：一超多强 百花齐放 加速集中

**调味品行业虽呈现一超多强态势，但整体格局依旧分散。**目前行业格局以海天味业为第一梯队，诸多区域性品牌和细分品类龙头位列第二梯队，整体格局仍十分分散。格局分散体现在两方面。一方面，全品类看，集中度不高，根据调味品协会 2016 年百强企业的统计数据来看，调味品销售额前五名的企业分别为海天味业、李锦记、太太乐、美味鲜、味好美。若按照行业主营业务收入计算，2016 年 CR5 仅为 8.7%。另一方面，各细分品类集中度不高，在最大细分板块酱油里，海天味业与中炬高新 2019 年市占率分别仅为 17.3%与 3.4%。在食醋方面，集中度相对低于酱油板块，格局更为分散。2016 年百强企业统计中，食醋销售额前五的企业分别为恒顺醋业、水塔醋业、四川保宁醋、海天味业与紫林醋业，前五销售额占该品类统计总和的 58.4%，低于酱油的 83.4%。

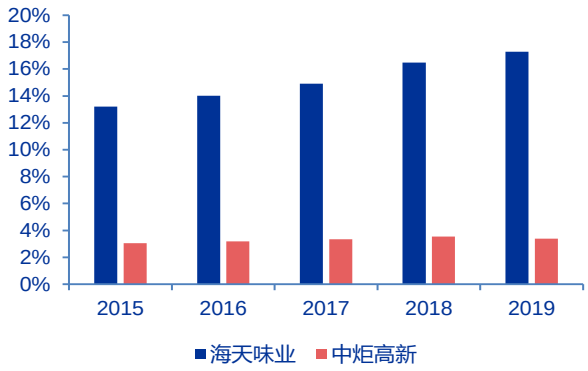
**虽然集中度不高，但强者恒强、向头部集中的趋势已在近几年显露。**以酱油为例，2016 年至 2019 年，龙头企业海天味业与中炬高新（美味鲜）的酱油产量增速普遍稳定在双位数以上，而行业整体产量的增速约为 5%。我们认为，在传统调味品赛道上，龙头企业已构筑渠道、品牌的护城河，领先优势将不断强化巩固，叠加头部企业通过扩品类切入更多细分赛道，中小企业的生存空间被持续挤压，行业出清有望得到加速。

**图 10：2016 年调味品行业集中度（按销售额）**




资料来源：国家统计局，调味品协会，申万宏源研究（注：集中度计算中，分母为规模以上企业主营业务收入）

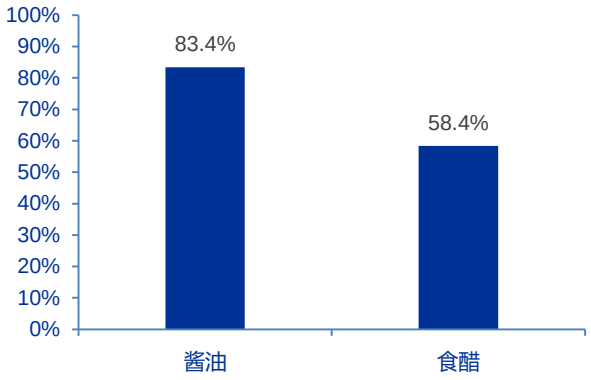
**图 11：海天味业酱油市占率（按产量）**



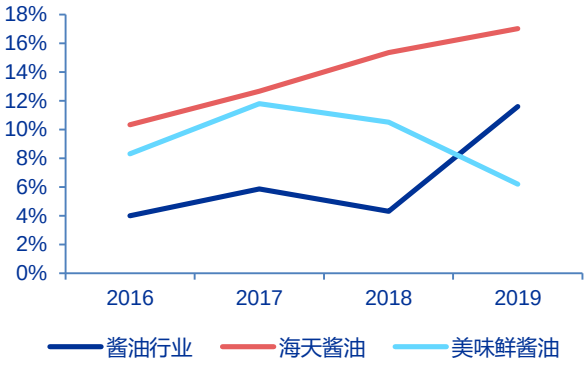

资料来源：公司公告，国家统计局，申万宏源研究（注：2016 年国家统计局对酱油产量的口径进行调整，故用 15 年产量及 16 年以后的同比增速进行行业产量估算）

**图 12：对比酱油，食醋行业更为分散（按销售额）**

**图 13：海天与美味鲜酱油产量增速高于行业水平**




资料来源：调味品协会，申万宏源研究（注：数据根据2016年百强企业统计计算，85家企业参与，为各品类销售额前五企业占统计总和的比重）




资料来源：公司公告，国家统计局，申万宏源研究

# 2. 品类篇：品类拓展 产品升级 景气常在

纵观行业发展历史，我们认为调味品的发展可归纳为四个阶段：

1）原始调味阶段：品种单一，功能简单，行使基础调味的角色

2）工业化阶段：大单品诞生，企业脱颖而出

3）细分阶段：功能细分，品种裂变，或对其他品类形成替代

4）高端与复合化阶段：产品向高端与复合发展，更加迎合终端便捷化和标准化的需求

**图 14：中国调味品历史发展进程**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.1 酱油：海天味业一骑绝尘，行业规模仍具空间

### 2.1.1 行业发展四阶段，海天奠定酱油龙头地位

**1990 年代前：原始阶段，单一的基础调味品**

**基础单一，企业林立。**中国调味品行业的发展实质始于改革开放。至此阶段末不过 10 余年，酱油行业仍处于探索积累的阶段。市场上，酱油企业林立，彼此规模相当且各占一隅。此时的酱油品种单一、功能简单，生抽老抽刚由广东地区向全国蔓延，初步形成生抽调味、老抽上色的认知。

**1990 年代：工业化阶段，渠道品牌意识初觉醒，海天酱油孕育大单品**

**瓶装推广，企业改制，龙头显现。**随着市场经济进入新阶段，酱油企业实现工业化生产，瓶装酱油得到推广。不少企业处于国有改制阶段，仍在探索未来的发展趋势。行业的渠道与品牌意识开始提升，其中海天味业当属领军者。为实现泛全国化，公司“巩固南方，发展北方”，开启全国渠道网络的建设，在全国设立多个办事处，利用同一区域多个经销商来建立竞争关系，加强公司的厂商掌控力。为打通餐饮渠道，公司通过赞助烹饪学校，培养厨师使用海天产品的习惯，孕育了金标生抽和草菇老抽两款经典大单品。在品牌定位方面，公司实施转型，从原先产品宣传变为企业宣传，树立“海天”调味品的形象。此时的品牌宣传主要从地推入手，譬如积极参与佛山市政府在各外省市组织的博览会。由此，海天味业逐步在酱油企业中脱颖而出。

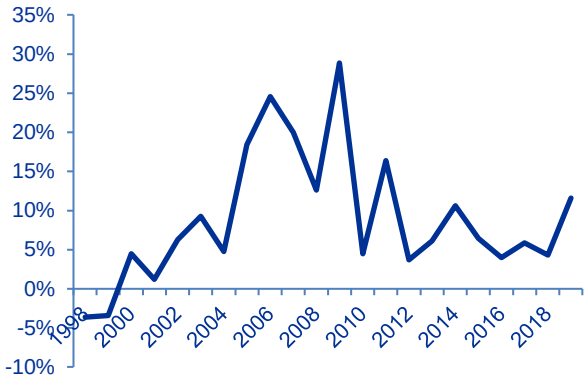
**2000 年代：细分阶段，酱油功能细分，形成品类替代**

**黄金十年，高速发展。**中国成功进入世贸组织，经济快速增长，消费需求随之扩大，酱油产量自 2004 至 2010 年期间保持双位数高增长。渠道方面，头部企业开始首轮渠道精耕。海天味业加速渠道布局，于 2003 年基本完成全国的纵向开发。但是，随着渠道快速建设，经销商跨区销售和窜货的问题开始暴露。公司立刻实施区域责任划分，限定经销商的负责范围，杜绝跨区销售。为挖掘渠道深度，公司在 2003 年的销售会议上确定了“全面开发县份市场，启动农村销售”的政策，并于同年着手推动县份市场经销商开发，标志着公司农村消费市场正式启动。在品牌方面采取地面+空中相结合，十年间公司在 CCTV 的《新闻联播》《天气预报》《焦点访谈》《黄金剧场》等黄金时段投放广告，使海天的品牌形象家喻户晓，为渠道下沉夯实基础。

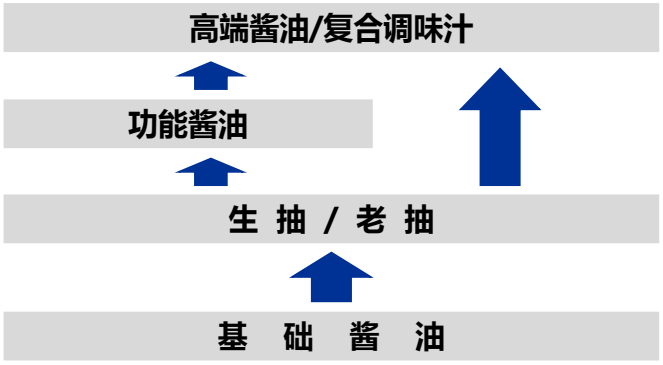
**功能细分，品类替代。**在产品端，酱油行业掀起功能细分浪潮，其中高鲜酱油的出现为味精的衰退埋下伏笔。80 年代，味精产量高速增长，整体增速高于同期酱油。90 年代末，以太太乐为代表的鸡精鸡粉产品在行业内兴起，味精产量增速开始放缓。00 年代末 10 年代初，海天味业开发了自己的味极鲜酱油，历经多年培育实现全国推广，导致味精在近 10 年内被不断替代。味精的角色逐步沦为上游食品加工的原材料，出现在其他调味品中，譬如市场上的主流鸡精鸡粉、蚝油与高鲜酱油均包含味精（谷氨酸钠）的身影。

**图 15：2000-19 年酱油产量同比增速**

**图 16：酱油升级路径**

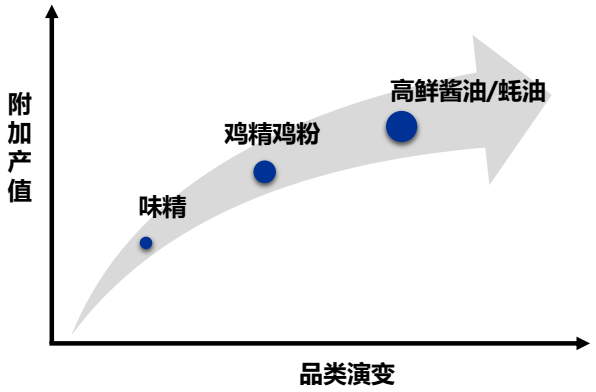



资料来源：国家统计局，申万宏源研究



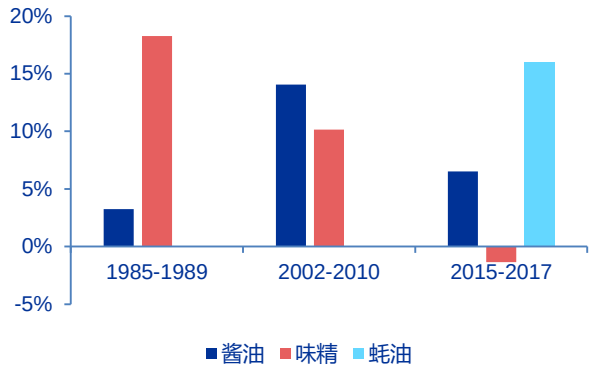

资料来源：申万宏源研究

**图 17：鲜味口感的品类演变**




资料来源：申万宏源研究

**图 18：味精产量的增速由盛转衰**




资料来源：中国食品工业年鉴，国家统计局，中国调味品协会，申万宏源研究（注：前段数据来自中国食品工业年鉴，中段来自于国家统计局，后段来自调味品协会百强统计）

**2013-至今：高端化-驱动结构升级；复合化-或分流酱油需求**

**行业增长趋稳，企业开启高端化。**阶段初期，餐饮行业受八项规定的影响，景气度阶段性下滑，对酱油需求减弱。随后几年，餐饮行业转型大众端，叠加外卖行业的兴起，酱油需求保持稳定增长。在品种方面，酱油开启高端化，企业开发的重心逐步侧重于健康概念。2014 年起，海天同样调整产品策略，加大研发投入，推出“海天老字号”与“海天有机”，形成了海天高端酱油系列矩阵。另一方面，部分复合调味汁以酱油为原材料，未来或对酱油品类的需求形成一定分流。

**2014 上市后，海天味业并未停止渠道建设与品牌推广的脚步。**截止 2020 年 6 月 30 日，海天味业经销商数量由 2013 年的 2100 多家提升至 6433 家，而中炬高新美味鲜为 1254 家。从渠道建设的进度来看，海天味业已覆盖所有地级及以上市场，中炬高新为 83.4%；海天县级市场覆盖率为 50-60%左右。在乡镇市场，海天启动样板店战略，在每个乡镇村内培育一个“阳光小店”的销售网点。在渠道结构方面，公司仍以餐饮为主，近年来大力开发现代流通。目前，公司餐饮与其他渠道的收入比例约为 6：4。为契合现代流通的开发，海天味业加大广告投放力度。除传统媒体外，公司在各大综艺及网络节目均有冠名赞助，

形成了地推+空中+新媒体的层层推进。在乡镇市场推广中，采取“刷墙”的地推方式，打出“大品牌，好吃又不贵”的口号，契合农村消费者勤俭持家的习惯。

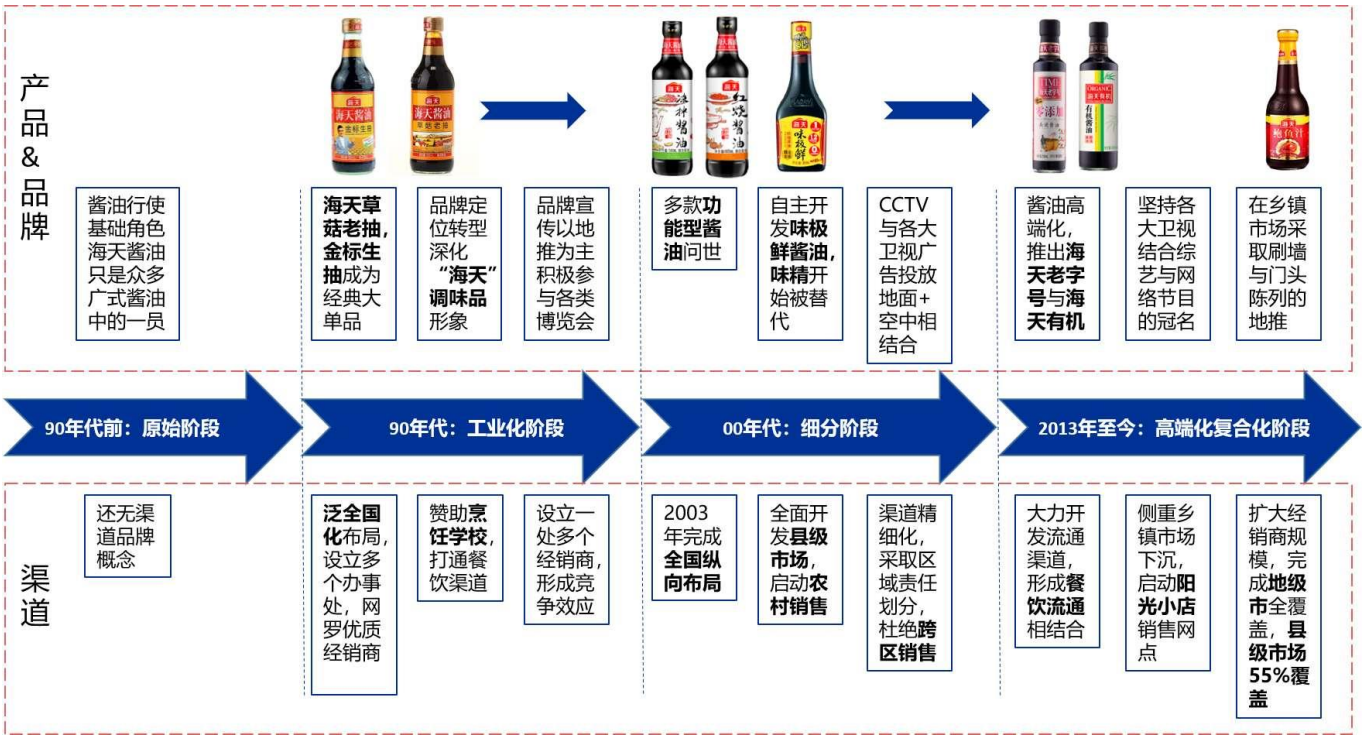
**图 19：海天鲍鱼汁的配料表**

资料来源：京东商城，申万宏源研究

**图 20：海天乡镇市场的门店与地面推广**

资料来源：《销售与市场》，申万宏源研究

**图 21：海天酱油的产品、渠道与品牌的战略发展**




资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究（注：调味汁在早期阶段便已开发，但随着近期复合化的兴起，替代效应或在未来显现）

## 2.1.2 各类酱油表现分化，预计整体规模仍有 35%空间

**各类酱油表现分化。**在主要酱油品种方面，结合渠道和行业专家的反馈，估算 2019 年行业空间约为 654 亿。其中，老抽规模出现负增长，预计 2019 年同比下降 5%；生抽、高鲜、高端酱油的规模分别同比增长 10%、15%、15%，以蒸鱼豉油为代表的细分复合酱油同样增长较快。

**表 2：主要酱油品种的市场规模**

| 品种 | 主要品牌 | 2018 市场规模（亿） | 2019 yoy | 2019 市场规模（亿） |
|---|---|---|---|---|
| 老抽 | 海天/美味鲜/李锦记/加加 | 155 | -5% | 147 |
| 生抽 | 海天/李锦记/东古/味达美/巧媳妇/珠江桥/珍极（龟甲万）等 | 220 | 10% | 242 |
| 高鲜 | 海天/厨邦/东古/味事达/欣和六月鲜 | 173 | 15% | 198 |
| 花色酱油/蒸鱼豉油/黑豆/薄盐 | 李锦记 | 58 | 15% | 66 |
| **合计** | | **605** | **8%** | **654** |

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究（注：出厂口径）

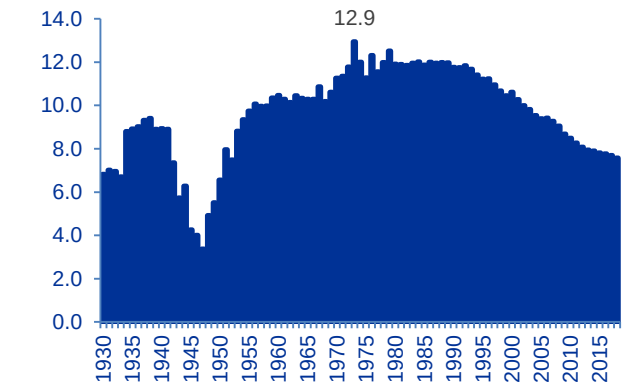
**我国酱油市场未来的发展空间。**

**对比日本酱油行业，我们总结出两大趋势：**

**1）酱油总量饱和后被新型衍生调味品所取代。**日本酱油行业二战后开启高速增长态势，1973 年达到巅峰，行业年产量为 12.9 亿升，随后开始下滑。饮食的西式化是下滑的部分原因，而主因在于以酱油为基底的衍生品替代了酱油，两者家庭采购金额出现了背道而驰的现象。

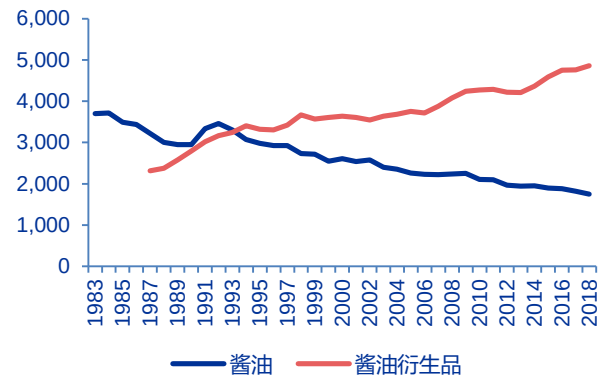
**2）行业集中度会稳步提升，头部企业可以达到 30%左右的市场份额。**从行业格局来看，日本酱油企业的数量由 1955 年的 6000 家下降至 2018 年 1169 家，行业集中度不断攀升。龟甲万的份额从 1952 年的 14%提升至 1993 年的 30%，约耗时 41 年，2018 年达到 33.7%。2016 年，海天味业酱油的份额同为 14%，2019 年达到 17%。我们判断，凭借渠道与品牌优势，海天有望以更短的时间将酱油市场份额提升至 30%。

**图 22：日本酱油历史产量（单位：亿升）**




资料来源：日本酱油协会，申万宏源研究

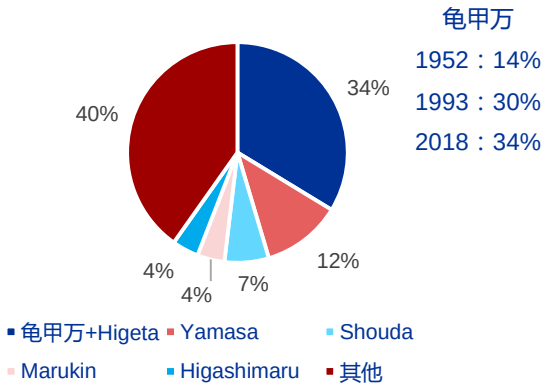
**图 23：日本 2 人及以上家庭酱油和酱油衍生品消费额（单位：日元）**



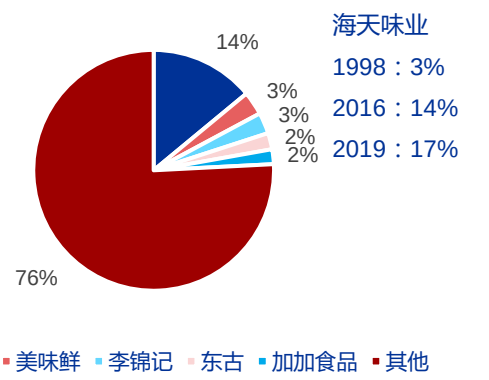

资料来源：日本统计局，申万宏源研究

**图 24 :2018 年日本酱油行业市场集中度( 销量口径）**

**图 25：2016 年酱油行业集中度（按产量）**




资料来源：日刊经济通信社，申万宏源研究



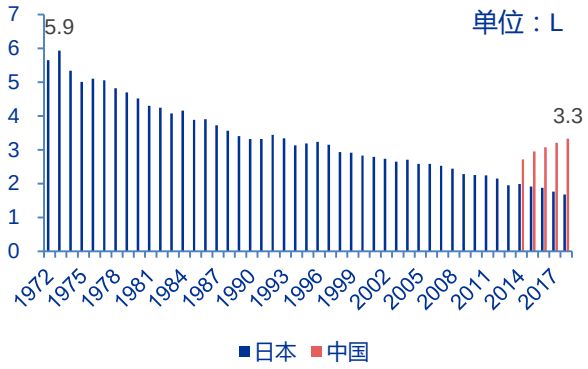

资料来源：公司公告，调味品协会，申万宏源研究（注：2016 年国家统计局对酱油产量的口径进行调整，故用 15 年产量及 16 年以后的同比增速进行行业产量估算）

**从销量维度看，我国酱油市场仍具备一定的提升空间。**品类上，日本酱油下滑的主要原因在于酱油衍生品对酱油的替代。两类皆属于咸味调味品，口味十分相似，区别在于消费场景的细分。在中国，复合调味品行业尚处于发展早期，产品主要以酱类、火锅底料、中餐调料包为主，咸味复合调味汁的推广还需时日。从销量角度看，中国家庭端人均酱油采购量的确已超越日本，但我们认为两国经济发展水平及消费习惯所处的阶段不同，并不能单纯的以当下时点进行对比。在可追溯的数据范围内，日本人均零售端酱油采购量的峰值出现在 1973 年的 5.9 升，远高于中国 18 年的 3.3 升。从餐饮端来看，中国消费者家庭烹饪减少的趋势愈发显著，虽然会影响家庭酱油采购量，但餐饮的特点在于调味品单位使用量更高。酱油作为最大的细分及基础调味品，将受益于餐饮行业景气度的推动。因此，我们认为中国酱油的需求量还未见顶。

**图 26：中日以酱油为基底的复合调味汁**

资料来源：申万宏源研究

**图 27：中日家庭端人均酱油消费量**

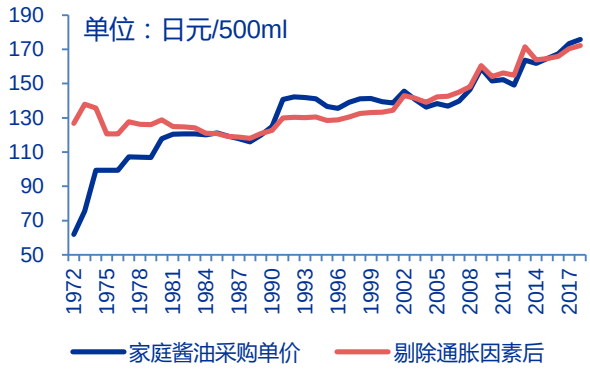



资料来源：日本酱油协会，Euromonitor，国家统计局，申万宏源研究

**从价格维度看，中国酱油行业刚开启品种结构升级的红利。**在日本家庭端，即使宏观经济放缓或酱油需求量收缩，酱油的采购单价并未出现下降。剔除通胀因素，日本家庭酱油采购单价在过去 36 年间保持上升趋势，酱油的品种结构持续升级。在中国酱油市场，早期的各类功能酱油及近期健康酱油，均可驱动结构升级。从零售端单价看，Euromonitor 显示 2019 年酱油零售单价为 8.31 元/500ml，2014-19 年 CAGR 为 3.3%。以海天产品为

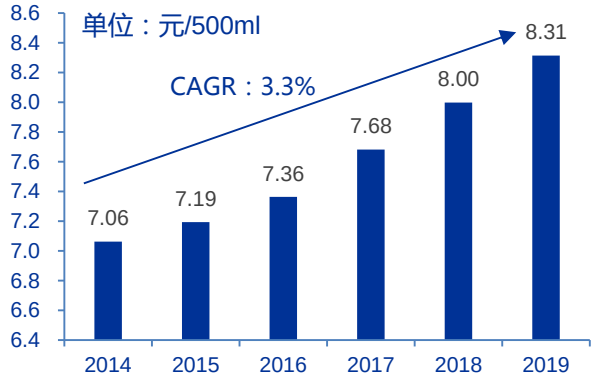
参照物，500ml 金标生抽零售价约为 8.5 元/瓶，500ml 特级金标生抽为 9.9 元/瓶，而公司不乏更多的中高端产品。

**图 28：日本家庭酱油采购单价不断提升**




资料来源 :日本酱油协会 ,日本统计局 ,申万宏源研究( 注：日本调味品 CPI 以 2015 年=100 为基期 )

**图 29：中国酱油零售价格历史趋势不断提升，2014-19 年 CAGR 为 3.3%**




资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

**酱油规模还有多少增量空间？我们认为 5 年可再扩容 35%以上。**

2019 年行业整体规模：702.1 亿（出厂口径）。2019 年酱油行业产量为 1297 万吨。2019 年以海天味业与中炬高新美味鲜酱油产量计算得出 CR2 为 20.7%；两家企业酱油销售额为 145.1 亿。根据产量 CR2 及销售额估算，2019 年行业整体规模 702.1 亿。

在功能细分及结构升级的推动下，酱油行业过去 5 年呈现量价齐升的态势。根据国家统计局，2014-19 年酱油产量 CAGR 为 6.7%；根据 Euromonitor，2014-19 年酱油零售价格 CAGR 为 3.3%。

我们认为酱油行业将延续高端化趋势，并且在餐饮需求的拉动下，量价齐升的态势仍可持续。我们预计未来五年行业规模复合增速将保持在 6-8%，测算 2024 年酱油规模将由 2019 年的 702 亿提升至近 1000 亿，5 年有 35%以上的提升空间。

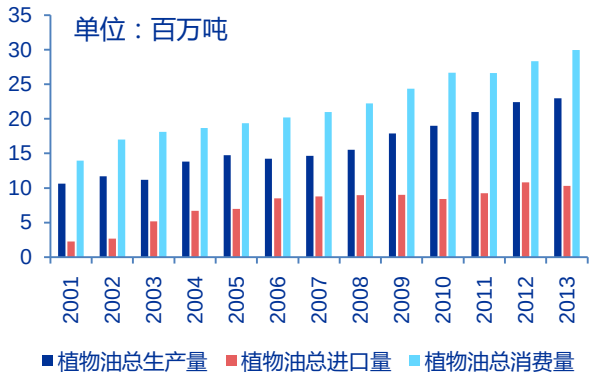
## 2.2 食用油：细分化高端化，益海嘉里多品类发展

**1988-2000 年：工业化阶段，从散装过渡到小包装化，销量快速增长**

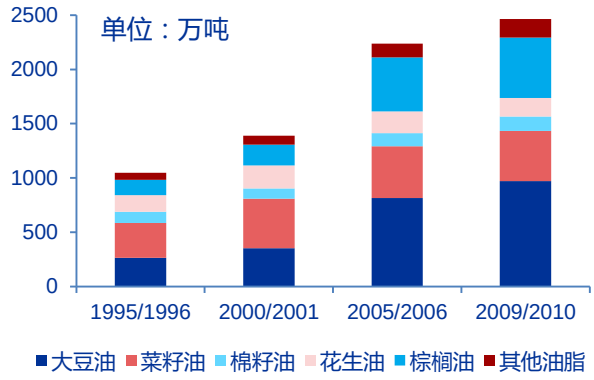
20 世纪 80 年代，居民消费观念相对落后，食用油以自家酿制和粮油店散油为主，购买渠道单一。消费的油种主要集中在大豆油和棉籽油，局部地区出现花生油和猪油。随着限制销售散装油的相关法规陆续出台，1991 年益海嘉里将散装油产品进一步精炼、调油和灌装后，推出了第一瓶“金龙鱼”小包装食用油。由于消费者生活水平的提升和食品安全意识的觉醒，小包装化趋势开始显现，中小包装食用油消费量迅速上升，逐步取代散装油在市场的主要地位。对比散装形式，小包装食用油的“六脱”工艺更贴合健康理念，同时包装规格多为 5L 以下，不仅便于选购，且符合传统消费习惯，更易受到消费者的青睐。

**图 30：2001-2013 中国食用油年产销情况**

**图 31：1995-2010 我国植物油脂消费情况**




资料来源：美国农业部，申万宏源研究



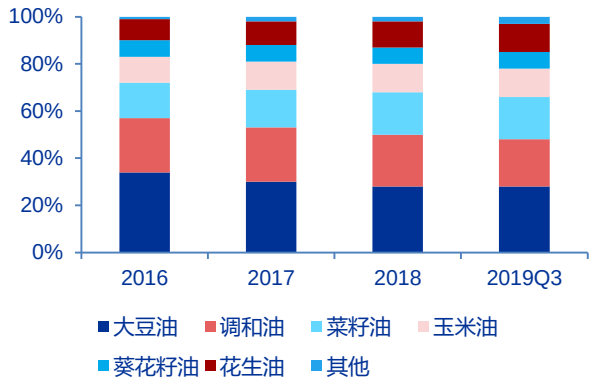

资料来源：国家粮油信息中心，申万宏源研究

**2000 年至今：细分化与高端化，品种丰富、品质提升**

2000 年以来，消费能力显著增强，“柴米油盐酱醋茶”的刚需地位得以进一步巩固。2001-2013 年我国主要食用植物油总产量、总进口量和消费量 CAGR 分别为 6.62%、13.46%和 6.57%，食用植物油的消费需求广阔，推动进口规模快速增长。小包装食用油消费方向总体朝优质、多品种、多档次发展。

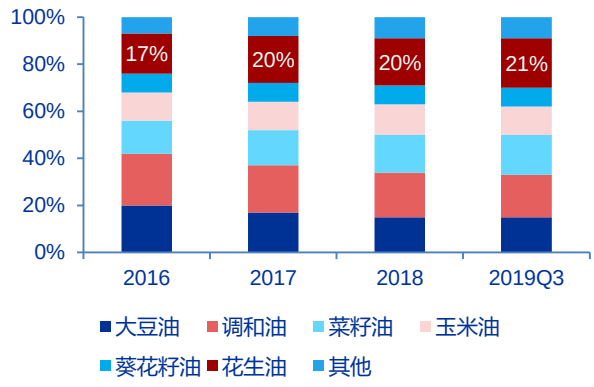
**小包装食用油品类主要细分为调和油、大豆油、玉米油、花生葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油和亚麻籽油等。**从销量看，具有价格优势的大豆油、食用调和油、菜籽油等销量占比均超过 80%；从销售额看，营养价值、销售价格较高的花生油销售额占比均在20%以上。益海嘉里作为食用油龙头企业，旗下产品品类丰富齐全，2002 年公司首创二代食用调和油，倡导“1∶1∶1”膳食脂肪酸平衡理念，同年小包装食用油年销量突破 100 万吨。

**图 32：16-19Q3 小包装食用油分品类销售量份额**




资料来源：尼尔森，申万宏源研究

**图 33：16-19Q3 小包装食用油分品类销售额份额**



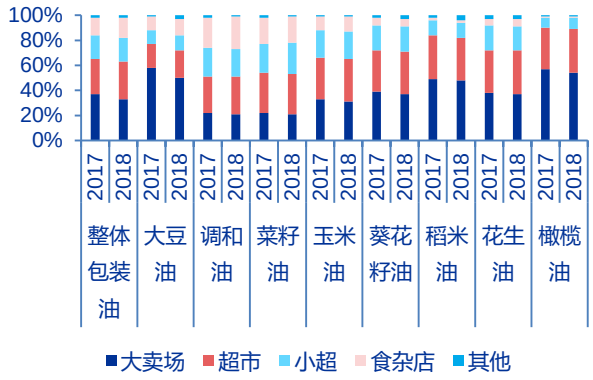

资料来源：尼尔森，申万宏源研究

**在零售端，大卖场、超市、小型超市是小包装食用销售的主要渠道**，整体销量比重达85%以上，其中 2018 年大卖场和超市分别占 33%和 30%。

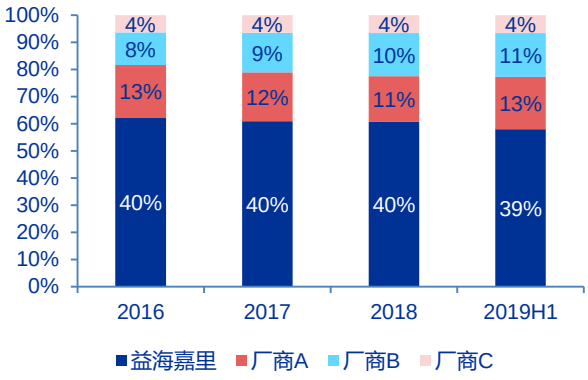
**在行业格局方面，益海嘉里占据食用油主导地位。**2016-2019H1 益海嘉里小包装食用油在全国销量的占比为 38.5%-40%。

**图 34 :2017-18 小包装食用油零售端销量渠道比重**

**图 35：2016-2019H1 小包装食用油销量份额**




资料来源：尼尔森，申万宏源研究




资料来源：尼尔森，申万宏源研究

**经过多年深耕食品加工行业，益海嘉里在产能、渠道、品牌及产品方面优势显著。**公司具备覆盖全国的供应链体系，可同时满足各地区消费者的不同需求。目前，公司已在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 63 个投产生产基地，并计划新建多个生产基地。在渠道方面，目前已覆盖中国所有省、自治区和直辖市的城市和农村地区，渠道下沉更加精准地定位消费人群。品牌方面，益海嘉里主张差异化战略，建立了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，在各细分市场均保持领先的市场地位，并通过品牌共享打造多个核心综合品牌。产品端，公司不仅覆盖油脂、米面，还积极布局调味品等细分领域，有望借助自身渠道和品牌力，快速实现新品类推广。

**图 36：益海嘉里生产基地示意图（截至 2019H1）**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 37：益海嘉里食用油品牌定位**

| 品牌 | 产品区隔 | 竞争区域 | 战略位置 | 市场细分 |
|---|---|---|---|---|
| 金龙鱼 | 综合性强势品牌 | 全国性竞争品牌 | 核心品牌 | 高端 |
| 胡姬花 | 花生油 | | 二线品牌 | 中、低端 |
| 元宝 | 大豆油 | | | |
| 鲤鱼 | 菜油 | | | |
| 其他 | 无 | 区域性品牌 | 三线品牌 | |

资料来源：申万宏源研究

**图 38：益海嘉里产品品种与品类的拓展路径**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 食醋：逐步功能化高端化 集中度依然分散

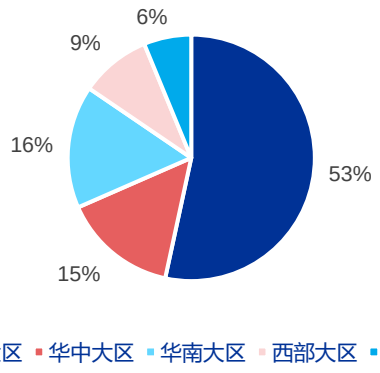
**传统调味品第二大品类，口味区域特征强，格局更为分散。**中国食醋的种类包括陈醋、香醋、保宁醋、永春老醋为首的四大名醋，以及白醋、米醋、果醋等。其中，白醋及果醋由于发展时间相对较短，成为地域性限制较弱品类。结合渠道和行业专家的反馈，2019 年白醋市场规模达 62.4 亿元，增速为 20%，在细分品类中位列第一。由于各地口味不同，食醋至今未出现强势的全国化企业，各醋企的收入主要集中于发源地。跟酱油相比，食醋的最大特点是口味差异大、消费的区域性强。叠加行业内仍有大量中小规模工厂及家庭作坊，食醋行业集中度不高，低于酱油行业，行业龙头恒顺醋业的市占率仅为 10%。2018 年，《食品安全国家标准 食醋》颁布，将配制食醋移至复合调味料范畴，保护了酿造食醋等标准化生产企业的利益，倒逼中小企业进行升级或退出，未来行业龙头的集中度有望稳步提升。

**图 39：我国食醋行业地域性特征显著**

| 名称 | 主要原料 | 风味特征 | 销售区域 |
|---|---|---|---|
| 山西老陈醋 | 高粱 | 酸度较重 | 山西、陕西等地 |
| 永春老醋 | 糯米、芝麻 | 酸度较弱，酸甜口味 | 广州、福建等地 |
| 镇江香醋 | 糯米、芝麻 | 口味适中，微甜 | 江苏、浙江等地 |
| 保宁醋 | 小麦、大米 | 药曲酿醋 | 四川、重庆等地 |

资料来源：申万宏源研究

**图 40：2019 年恒顺醋业销售收入区域分布**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

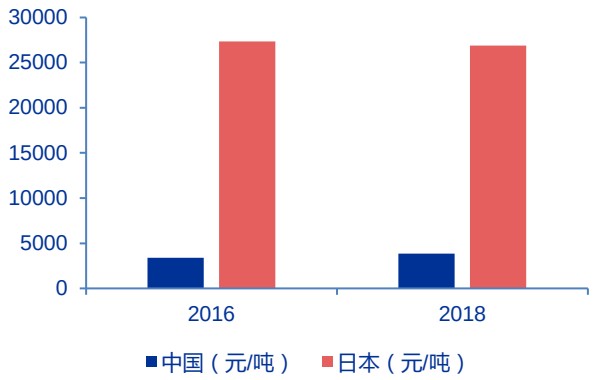
**表 3：食醋细分品类及市场规模**

| 品种 | 主要品牌 | 2018 市场规模（亿） | 2019 yoy | 2019 市场规模（亿） |
|---|---|---|---|---|
| 陈醋/老陈醋 | 水塔/紫林/东湖/海天/恒顺/天立独流 | 46 | 10% | 50.6 |
| 香醋 | 恒顺/北固山 | 23 | 10% | 25.3 |
| 白醋 | 宝鼎/鼎丰/海天/水塔 | 52 | 20% | 62.4 |
| 四川麸醋 | 保宁/阆州 | 6.9 | 10% | 7.6 |
| 红曲醋/玫瑰米醋/永春老醋 | 桃溪/双鱼/老恒和 | 4.6 | 10% | 5.1 |
| 调味果醋 | 海天/冠利 | 0.6 | 5% | 0.6 |
| 合计 | | 133.1 | 14% | 151.6 |

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

**消费意识培育、场景多元化，打开量价空间。**无论是人均消费量还是产品单价，我国食醋行业均有较大提升空间。对比日本人均消费量，国内的醋及其产品的人均消费量至少还有 3 倍以上的提升空间。究其原因，一方面，居民消费观念和习惯尚未成熟，仍有待进一步培养。另一方面，我国食醋行业成熟度偏低，对消费者的引导作用相对较弱，在产品定位及设计上均有较大改善空间。除了具有传统的烹调以及佐餐属性外，食醋还兼具其他调味品所不具备的保健属性及饮料属性，具备多场景应用潜力，在产品品类拓展上还具有很大空间。食醋的发展趋势及增长空间主要来自：1）产品结构升级，功能细分；2）品类丰富度提升，推出全国化新品；3）保健品或饮料属性延伸。

**图 41：中国、日本食醋行业销售吨价**




资料来源：调味品协会，日本统计局，申万宏源研究（注：汇率使用年度平均中间价换算；食醋密度 1050 千克/立方米）

**图 42：食醋的多重属性以及多场景应用**

| 类别 | 醋酸度 | 特点 | 代表 |
|---|---|---|---|
| 烹调 | 5%左右 | 味浓、醇香，具有解腥去膻助鲜的作用 | 恒顺香醋、老陈醋等 |
| 佐餐 | 4%左右 | 味较甜，适用于拌凉菜，油炸食品等，具有较强的助鲜功能 | 米醋、佐餐醋等 |
| 保健 | 3%左右 | 口味较好，起到强身和防止疾病的作用 | 保健醋、健身醋等 |
| 饮料 | 1%左右 | 防暑降温、生津止渴、增进食欲的作用，被称为第四代饮料 | 苹果醋、山楂醋饮料等 |

资料来源：申万宏源研究

**表 4：国内外食醋特点对比**

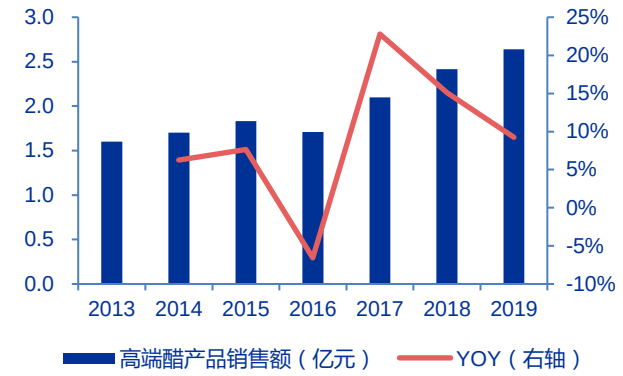
| 国家 | 类别 | 原材料 | 特点 | 著名品牌 |
|---|---|---|---|---|
| 美国 | 苹果醋 | 苹果汁 | 甜中带酸，既消解了原醋的生醋味，还带有果汁的甜香，非常爽口。帮助消化、消除疲劳、软化血管、美容护肤和抗衰老的功能，是一种非常健康的调味品和饮料。 | 亨氏苹果醋、Bragg 醋 |
| | 酒精醋 | 廉价原料糖蜜 | 廉价原料糖蜜生产酒精，加之西洋醋的酿造工艺，成本低廉，产量大，美国是食醋年消费量最大的国家 | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 日本 | 保健醋 | 白蛋白、酸梅、海藻、麦牙、蕺菜、松叶、酒醋等 | 不作为调味品之用，以健康食品的形式出现。具有抑制乳酸、消除疲劳、软化血管、除多汗、降血压、治喉痛、解便秘、治筋骨的功能，同时对癌症的康复和人体健美产生积极的作用。 | 日本万年黑醋、天禾寿司醋、多福醋 |
| | 日本黑醋 | 原产日本的大米 | 具有养颜美容、预防癌症等功效，市场上有黑醋饮品、食品及黑醋胶囊等各类产品，五花八门，供不应求。 | |
| | 寿司醋 | 稻谷或者水果 | 使用寿司醋做成的醋饭可以在搭配海鲜的使用上带出海鲜的鲜味并降低腥味，也利用醋的杀菌作用来保持寿司的鲜度及卫生。 | |
| 德国 | 速酿醋 | 含有一定量酒精的酒精蒸馏残液 | 优点是酒精的醋酸转化率高。缺点是成品风味较差，若在成品速酿中调入部分芳香的葡萄酒，则可以改变其品质。 | 冠利醋 |
| | 麦芽醋 | 麦芽 | 具有较浓的柠檬味，主要用于腌制酸黄瓜等蔬菜，或用作沙司、复合调味汁、调味番茄酱、蛋黄酱等原料，在烹饪中，常用作柠檬的代用品。 | |
| 中国 | 食用醋 | 高粱、大麦、大米、小米、糯米、玉米等谷物 | “香、酸、绵、长”，色泽棕红、光泽鲜亮、液体浓稠，特有的醋香、酯香、熏香、陈香相互衬托，食之绵酸，醇厚柔和，酸甜适度，口味绵长。具有杀菌、防感冒、开胃健脾、清心益肺、降血压、增食欲的功效 | 山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋 |

资料来源：申万宏源研究

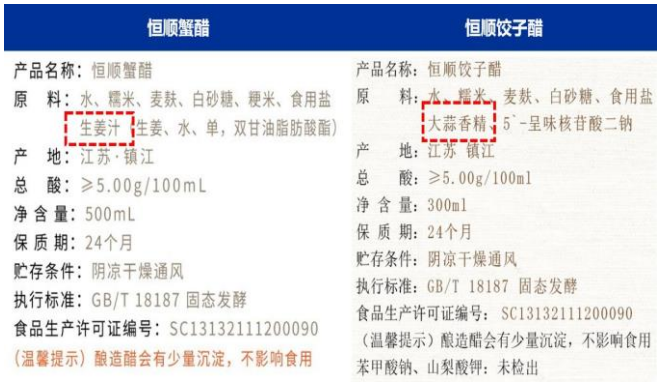
**食醋产品结构升级，功能细分化。**一方面，结构升级来自传统产品的高端化路线，凸显纯粮酿造，陈年酿造或无添加等高端属性。恒顺醋业的高端产品 2019 年实现营收 2.6 亿元，同比增长 9.3%，高端化路线颇受消费者认可。另一方面，食醋行业同样经历着产品功能细分的演变，例如添加大蒜提取物形成饺子醋、或添加生姜提取物形成蟹醋等。

**图 43：2013-19 年恒顺高端醋产品销售收入**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 44：恒顺饺子醋及蟹醋配料表**




资料来源：京东，申万宏源研究

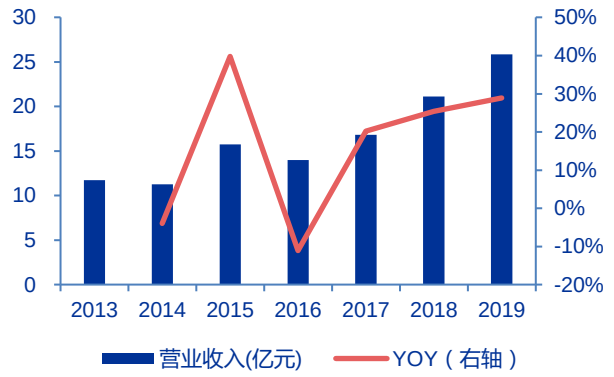
**保健及饮料属性延伸，食醋消费场景更多元。**食醋的保健属性主要为帮助消化，调节血脂，养颜美容等，在消费者群体中具备广泛认同。东湖针对高血脂人群推出保健醋，添加了蜂蜜、甘草、山楂等原料，主打调节血脂功能；而恒顺针对女性消费者推出香妃醋系列产品 ，添加了枸杞、胶原蛋白、芦荟等原料，主打美容养颜。另一方面，醋饮料在我国

起步较晚，行业尚处在发展初期。天地壹号作为该行业代表性企业，近年来发展迅速，2019 年实现营业收入 25.9 亿元，同比增速为 29.0%。

**图 45：保健醋产品示例**

资料来源：1 号店，申万宏源研究

**图 46：2013-2019 天地壹号销售收入**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

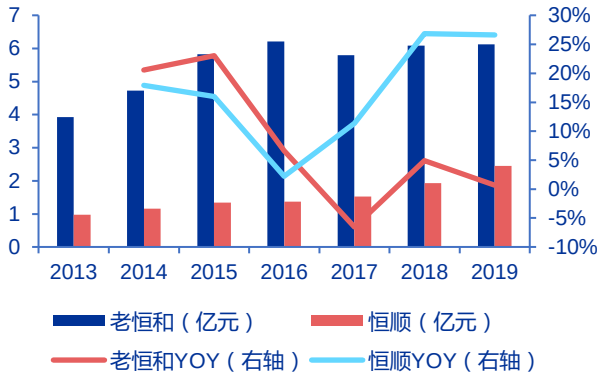
## 2.4 料酒：产品裂变 品质升级 消费者教育有望强化

**地方品牌林立，行业集中度低。**料酒是近年来增长较快的品类之一，头部企业的料酒产量销量均不断提升。虽然增长迅速，但由于各地消费习惯的不同，以及缺乏强势消费引导，占据价格优势的地方产品依然主导市场。譬如，在广东、广西两省，海天、厨邦等企业料酒产品更受消费者青睐；在安徽省，海神牌料酒更受欢迎；而在上海、江苏省，恒顺、鼎丰等产品更为消费者接受；而我国北方省份的料酒使用较南方仍然相对偏少。与食醋行业类似，目前我国料酒行业市场集中度低，主要品牌包括以料酒为主的老恒和与王致和等，以及兼做料酒的恒顺与海天等。从调味品协会 2018 年百强企业统计来看，参加统计的 16 家生产料酒企业，CR5 仅为 16.3%，低于酱油与食醋集中度。

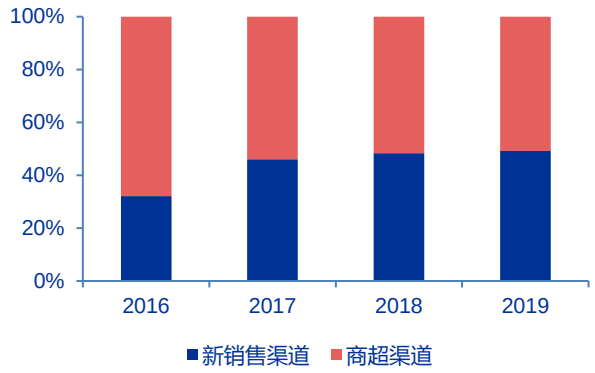
**行业竞争方面，目前主要为配制型料酒与酿造型料酒的竞争，另外还面临黄酒企业的入局。**对于配制型料酒而言，由于定位为中低端，制造门槛不高，仅靠食用酒精及其他辅料即可配制而成，导致料酒企业鱼龙混杂、行业集中度低。另一方面，酿造型料酒以谷物发酵而成的酿造酒为基酒，添加辅料制成，目前基酒多以黄酒为主。因此，拥有黄酒基酒储量达 1000 万坛的老恒和具有领先优势，而其他黄酒企业也具备切入料酒赛道的基础。然而，受制于消费者缺乏料酒认知，消费者对中高端料酒的品质意识还未觉醒，近年来老恒和收入增长有限。此外，由于商超的不景气，老恒和近年来削减了商超资源投放，并培育流通、餐饮及电商渠道，因而商超渠道的收入占比略有萎缩。

**图 47：老恒和、恒顺料酒收入及增速**

**图 48：老恒和分渠道收入占比**




资料来源：公司公告，申万宏源研究




资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：新销售渠道为流通、餐饮及电商）

**功能化与高端化，料酒存在全国化潜力。**同样，功能化、健康化、品质化是料酒未来的重要发展方向。企业亦不断推出新品类以适应消费者需求的日益升级。恒顺、海天等推出的葱姜料酒带有葱姜风味，可简化烹饪中的葱姜使用；千禾推出零添加料酒，进一步提升料酒的健康属性；老恒和、恒顺等推出的年份陈酿料酒，则继续坚守料酒品质化之路。从长期来看，我们认为料酒较食醋更加具备全国化基因。虽然地域性差异仍旧存在，如华南米酒、华东黄酒、北方料酒使用较少，但料酒的功效在于去腥提鲜，加热后致酒精挥发，并不会形成明显口味差异。在龙头企业如海天、恒顺纷纷加码布局料酒赛道的背景下，对消费者料酒使用的引导将持续强化，逐步建立料酒的消费习惯。

## 2.5 蚝油：消费者培育，渠道渗透，规模不断扩容

**广东传统鲜味调料，调味汁品类最大宗产品。**蚝油以蚝为原料，经煮熟取汁浓缩，加辅料精制而成。蚝油的属性是调味汁的一种，即复合调味品，是调味汁领域最大的品类。2019 年，结合渠道和行业专家的反馈，预计蚝油市场规模破 100 亿，是调味品近年来出现的超级大单品之一，主要企业有海天、美味鲜、李锦记、东古等。

**图 49：市场上主要蚝油品牌配料**

| 主要蚝油品牌 | 主要配料 |
|---|---|
| 海天上等蚝油 | 水、蚝汁（蚝，水，食用盐）、白砂糖、食用盐、谷氨酸钠、羟丙基二淀粉磷酸酯、焦糖色、小麦粉 |
| 李锦记味蚝鲜蚝油 | 水、酿造酱油、蚝汁（蚝，水，食用盐）、白砂糖、食用盐、谷氨酸钠、羟丙基二淀粉磷酸酯、焦糖色、小麦粉 |
| 厨邦金装玉女蚝油 | 水、蚝汁（蚝，水，食用盐）、白砂糖、食用盐、谷氨酸钠、果葡糖浆、羟丙基二淀粉磷酸酯、焦糖色 |
| 欣和味达美臻品蚝油 | 水、酿造酱油（水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐）、蚝汁（蚝，水，食用盐）、白砂糖、食用盐、谷氨酸钠、羟丙基二淀粉磷酸酯、焦糖色、小麦粉 |
| 珠江桥牌金装御品蚝油 | 水、蚝汁（蚝，水，食用盐）、白砂糖、食用盐、谷氨酸钠、羟丙基二淀粉磷酸酯、焦糖色 |

资料来源：京东，申万宏源研究

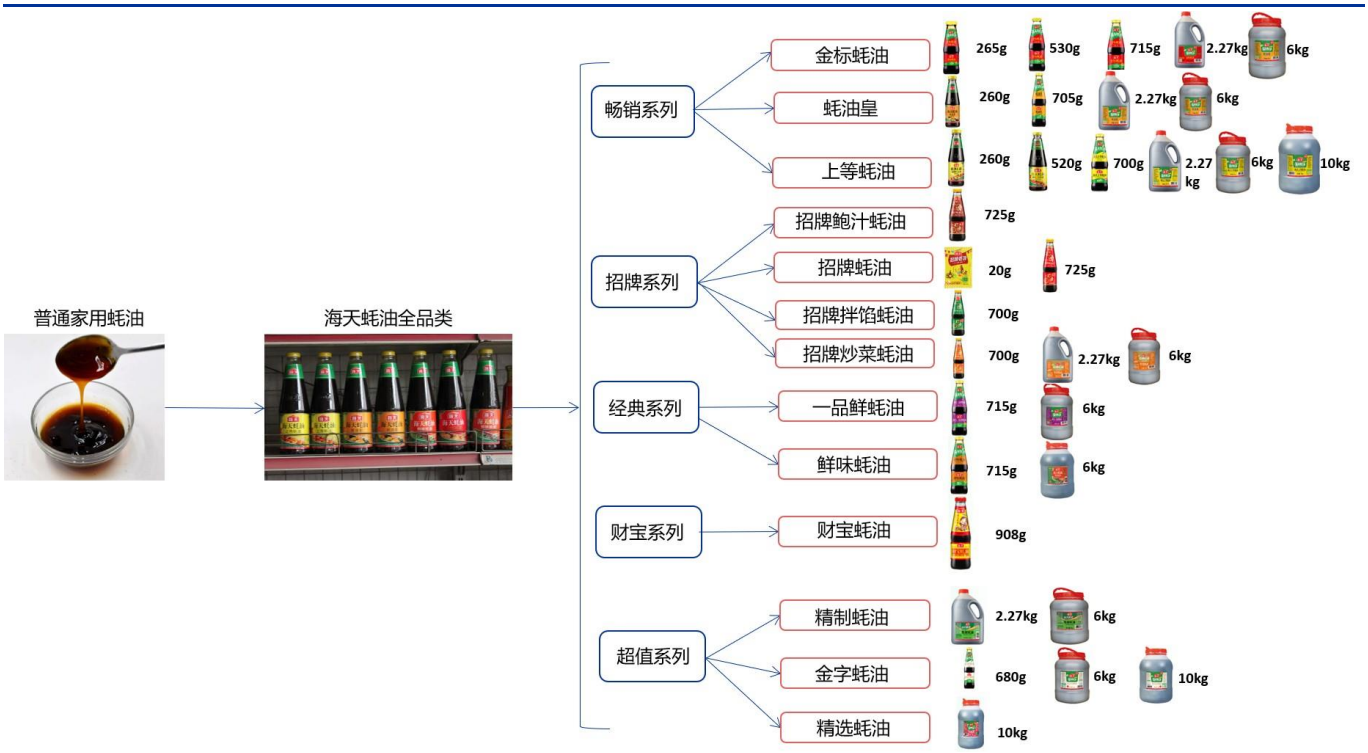
**图 50：蚝汁与各基础调味品煮制成为蚝油**

资料来源：申万宏源研究

**蚝油消费场景转型，由粤菜小众调料走向味觉系大品类，成长瓶颈得到突破。**早期，蚝油的消费场景局限于个别粤菜，如蚝油芥蓝、蚝油鸡等。在广东企业海天味业的技术攻克下，腥味、黏稠度等缺陷逐步移除，使得该品类获得全国化推广的基因。在持续的消费

者教育与市场培育之下，蚝油已逐步走向鲜味型大品类，受众群体扩大、消费场景多元化，对传统的味精、鸡精与鸡粉或形成替代效应。受益于厨师的专业性，目前蚝油在餐饮渠道已充分渗透。在家庭端，企业通过空中+地面的结合方式，树立蚝油“提鲜”的心智。

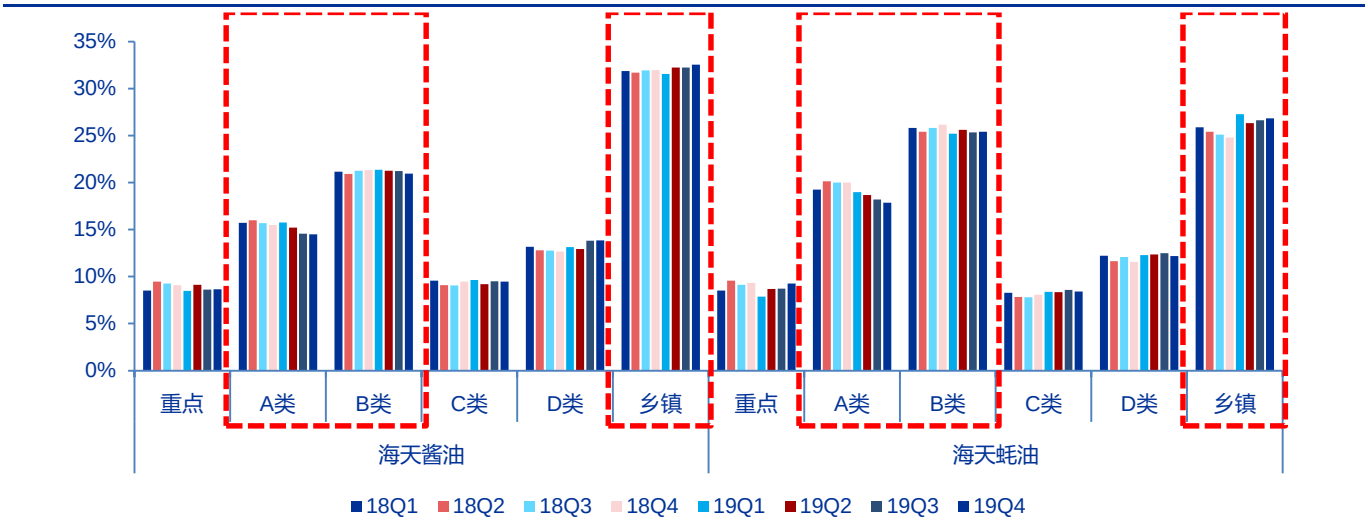
**图 51：海天味业蚝油产品五大系列**




资料来源：海天味业官网，申万宏源研究

**目前，蚝油处于渠道快速下沉阶段。**尼尔森的渠道数据显示，海天酱油销售额渠道比重以农村市场为主。另一方面，海天蚝油的销售主要集中在 A 类、B 类城市与乡镇市场，表明蚝油在全国范围内处于渠道渗透阶段，未来扩容空间十分可观。在行业扩容之下，海天味业将凭借自身优势预先收割市场份额，持续强化在蚝油赛道的绝对优势。

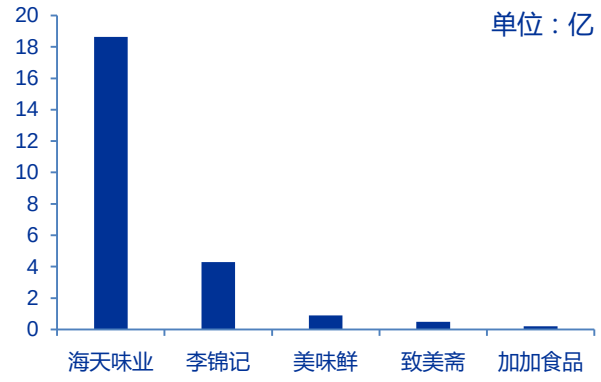
**图 52：海天酱油与蚝油销售额在各类城市比重**




资料来源：尼尔森，申万宏源研究（注：零售额口径）

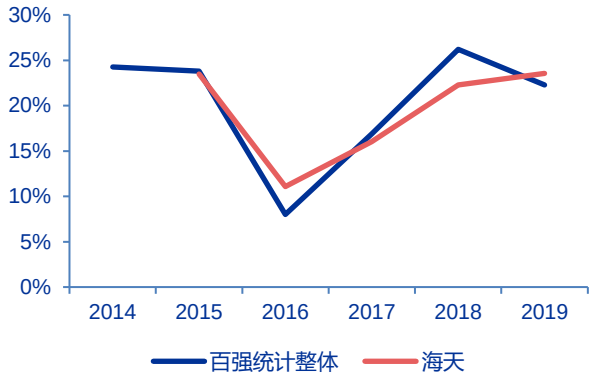
**蚝油赛道格局明确，海天绝对领先地位。**蚝油品类最早由李锦记品牌化推广，但海天后来居上，凭借性价比、渠道和品牌优势强势反超，目前份额遥遥领先。根据调味品 2016 年百强统计数据来看，海天蚝油实现收入 18.6 亿，是第二名李锦记的 4.35 倍。近几年，海天味业的蚝油收入增速更是保持在 25-30%的高水平。

**图 53：2016 年百强统计中，各企业蚝油收入**




资料来源：调味品协会，申万宏源研究

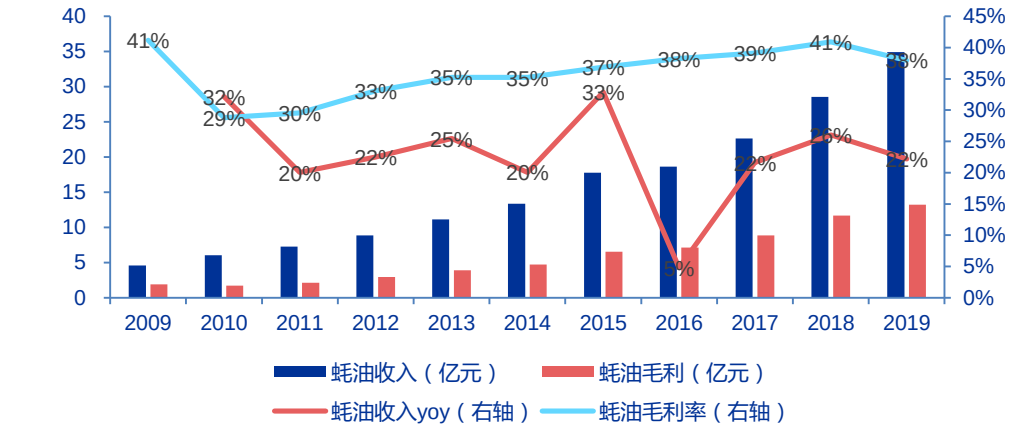
**图 54：海天与百强统计企业的蚝油产量增速**




资料来源：调味品协会，公司公告，申万宏源研究

**海天蚝油收入高增长，盈利能力持续提升。**2009-2019 年海天蚝油营业收入的 CAGR 为 22.5%。毛利率从 2010 年起，呈上升趋势，由 28.8%增长至 38.0%。蚝油品类作为后起之秀，盈利能力快速提高并有望随着量价的释放而持续发展。

**图 55：2009-2019 年海天蚝油营收及毛利增长情况**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

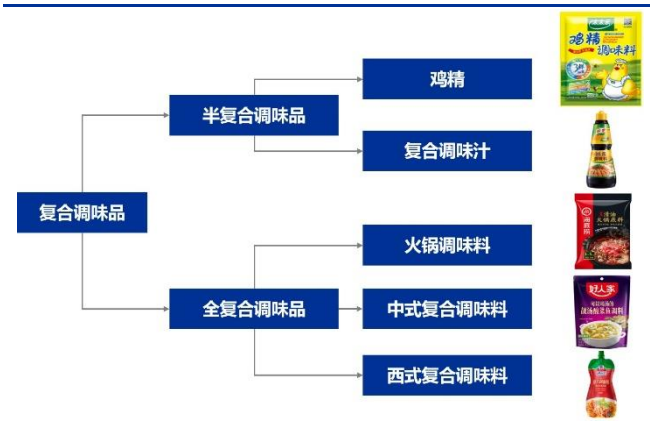
## 2.6 复合调味品：顺应烹饪饮食趋势，未来无限可能

**复合调味品：初露锋芒。**根据使用模式的不同，复合调味品分为半复合调味品以及全复合调味品。前者复合程度较低，在烹饪过程中还需添加其他调味品，主要代表为鸡精、辣鲜露等。后者复合程度较高，无需添加其他调味品即能实现完整调味需求，典型的全复合调味品有火锅调料、中式复合调味料等。

**复合调味品标准化程度高，对烹饪技艺要求较低，对烹饪时间及人工耗费较少。从餐饮端看**，近年来，我国外食人口比例及平均支出持续提升，终端餐饮连锁化、标准化、外

卖化成为餐饮市场主流趋势，而复合调味品可帮助出品标准化、去厨师化、效率化，可满足餐饮渠道的趋势性需求。**从家庭端看**，我国家庭人口结构向小型化发展，生活节奏的加快促使人们愿意为便利性支付溢价。此外，随着生活水平的提高，家庭端饮食风味需求升级，复杂调味型菜品走入日常餐桌，复合调味品将烹饪过程简单化，人群接受度逐渐提高。

**图 56：复合调味品分类**




资料来源：申万宏源研究

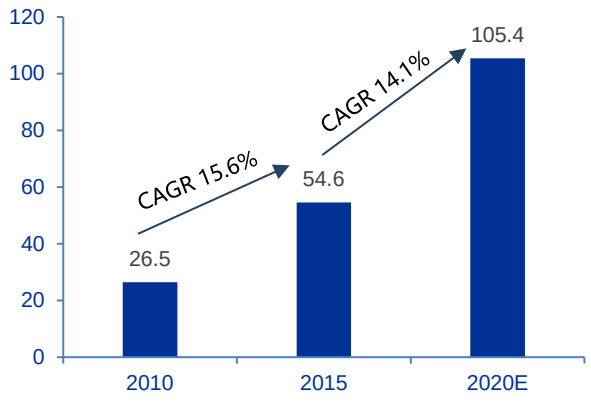
**图 57：复合调味品需求端分析**

| 渠道 | 复合调味品解决的痛点 |
|---|---|
| 餐饮 | 标准化、去厨师化、效率化 |
| 家庭 | 便捷性、将复杂烹饪简单化 |
| 食品加工 | 自主或外包研发，需求暂不明显 |

资料来源：申万宏源研究

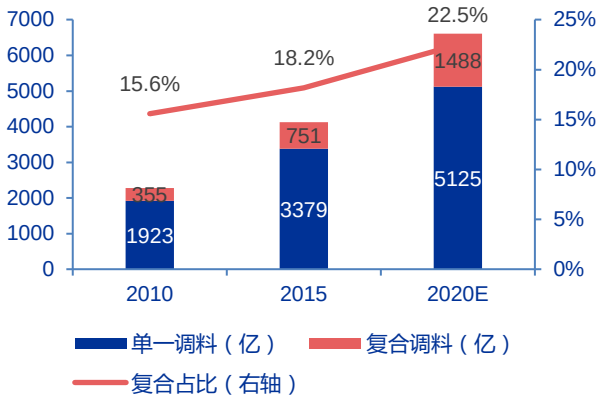
**复合调味品人均消费、行业品类占比提升空间广阔。**据 Frost & Sullivan 数据显示，2015 年美国与日本的年度人均复合调味品支出分别为 83.3 美金和 85.3 美金，而中国 2015 年仅为 8.8 美金或 54.6 元，预计这一数值于 2020 年将会达到 105.4 元，2015-20 年 CAGR 预计实现 14.1%的增长。在行业品类结构方面，2015 年日本及美国的复合调味品销售额占比均超过 50%，而中国则低于 20%，仍有较大增长空间。据 Frost & Sullivan 预测，中国复合调味品行业的规模于 2020 年达到 1,488 亿元，其中鸡精、火锅底料、西式复合、中式复合分别占比 27.9%、20.8%、18.8%、18.0%。

**图 58：中国人均复合调味品支出预测（单位：元/人）**




资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

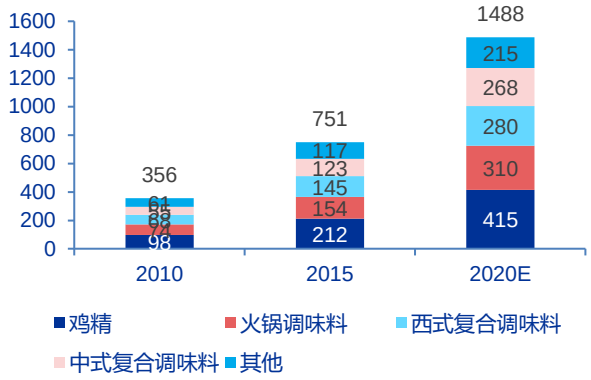
**图 59：单一及复合调味品销售价值与占比**



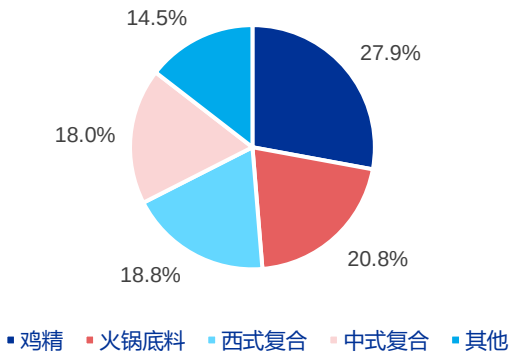

资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

**图 60：复合调味品终端规模（单位：亿）**

**图 61 :2020 年复合调味品细分行业的预测规模占比**




资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究



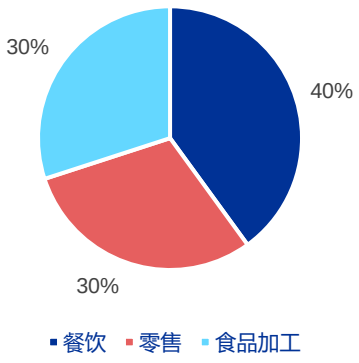

资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

**参考美国以及日本的经验，复合化是调味品发展的重要方向，未来将形成行业内品类结构切换的趋势。**从种类看，通过不同基础调味品的配比，可适应不同消费场景，具有品类再裂变的可能。目前行业处在快速发展阶段，叠加餐饮连锁化对中央厨房的依赖，促使复合调味品定制化需求的提升。我们认为，品牌力、渠道力强的大企业对于开发标准复合产品具有一定优势和性价比，但也不排除为大型连锁餐饮开展定制化的研发，而中小企业的定制化对象将更偏向于中小连锁餐饮。

# 3. 渠道篇：餐饮零售并列 渠道变迁影响产品

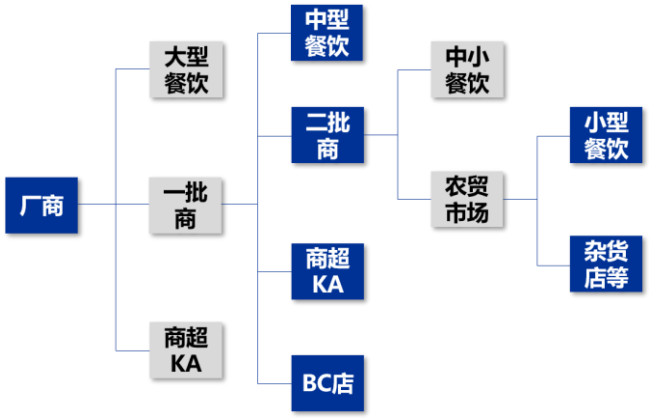
**调味品渠道主要分为餐饮、零售与食品加工。**由于专业的烹饪步骤，餐饮具有调味品使用量大的特点，渠道占比约为 40%，而家庭和食品加工分别占据 30%。因此，餐饮渠道成为各大调味品企业必争之地，而维护措施主要有网点密集化覆盖、厨校合作、定制餐调等。

**图 62：调味品销售渠道占比**




资料来源：调味品协会，申万宏源研究

**图 63：调味品渠道结构图**




资料来源：申万宏源研究

**表 5：调味品龙头企业餐饮渠道主要维护措施**

| 企业 | 维护措施 |
|---|---|

| | |
|---|---|
| 海天味业 | 密集的渠道铺货，覆盖尽可能多的分销网点，最便利地到达餐饮终端。餐饮终端产品陈列活动。未开展定制业务 |
| 李锦记 | 厨师联谊会、品牌活动，厨师学校、名厨推广等方式，从渠道、品牌、特色产品方面影响餐饮终端。有限开展定制化业务 |
| 中炬高新 | 在成熟市场密集化的网点覆盖。厨师联谊会活动。未开展定制业务。 |
| 天味食品 | 广泛的渠道分销，重点通过农贸市场影响中小餐饮终端。全面开展餐饮定制化业务，拓展重点餐饮连锁企业。 |

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

**调味品餐饮端、家庭端特点各不相同。**从选购决策者来看，餐饮以主厨为主，采购员为辅，厨师最看重产品品质，包括口味、稳定性以及安全性；采购员则基于厨师的选择，对产品成本进行控制。餐饮端采购量大，对产品粘性较强，复购较为稳定，不会冒风味变化的风险而更换调味品。餐饮端的消费行为总体较为理性，对产品价格的敏感度随餐厅定位上升而下降。在家庭零售端，采购主体为家中掌勺者，对调味品品质的敏感度偏弱，更注重品牌效应以及终端开展的促销活动，相对产品粘性较低，偏冲动型消费。餐饮端的购买路径主要通过经销商、农贸批发或企业直接对接，由于量大且复购稳定，具有低价低费率的特点。另一方面，家庭零售端的购买路径主要通过商超等现代流通渠道，品牌竞争激烈，呈现高价高费率的特点。在调味品种类的使用方面，餐饮渠道具有引领性，例如味精、鸡精鸡粉、蚝油、高鲜酱油、复合调味品，均是餐饮渠道率先大范围使用，在厨师的专业性及带动效应之下，家庭端跟随使用。因此，占据餐饮渠道高地的企业相对拥有更宽广的护城河。

**表 6：餐饮渠道及家庭零售渠道对比**

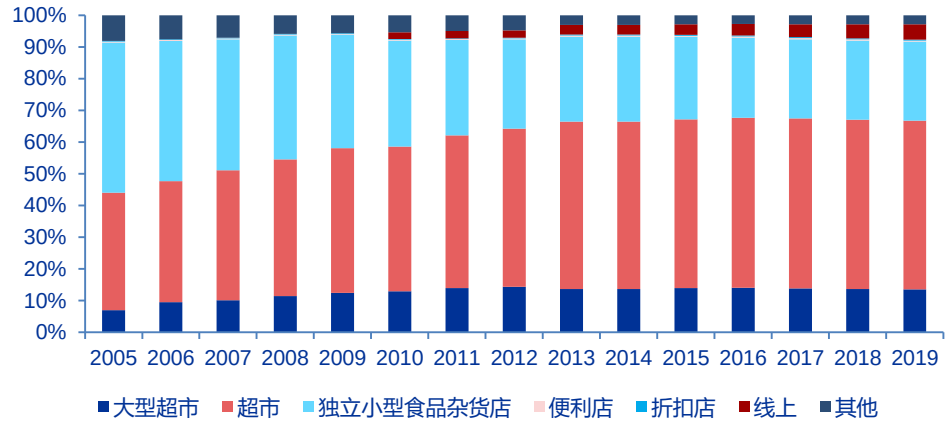
| 渠道分类 | 采购主体 | 产品评估核心 | 渠道特点 | 购买路径 | 品类使用 |
|---|---|---|---|---|---|
| 餐饮端 | 厨师、采购员 | 品质、成本 | 产品粘性强，复购稳定，量大 | 经销商、农贸批发或企业直接对接，低价低费率 | 引领家庭 |
| 家庭零售端 | 家中掌勺者 | 品牌、促销活动 | 产品粘性低，冲动型消费 | 商超等现代渠道，高价高费率 | 跟随餐饮 |

资料来源：申万宏源研究

## 3.1 零售：现代流通取代传统流通，加速包装化与品牌化

**现代流通逐步取代传统流通，成为主要零售渠道。**调味品的零售渠道主要可分为商超超市、杂货店及线上。从 2005 至 2019 年期间，调味品零售端的渠道结构显著改变，商超和超市的销售额比重由 2005 年的 44%上升至 2019 年的 66.8%，成为家庭终端主要采购来源。另一方面，叠加线上购物习惯的兴起，传统渠道的销售额比重由 2005 年的 47.4%压缩至 2019 年的 24.8%。

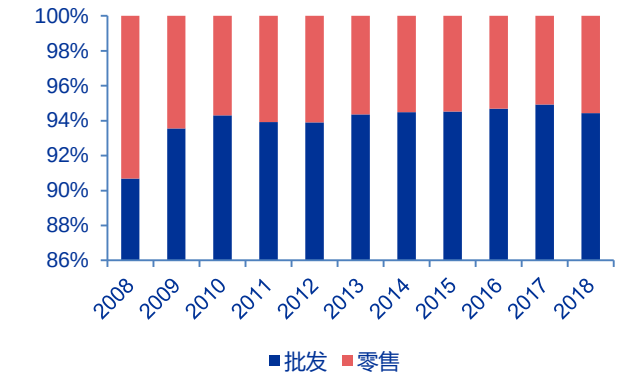
**图 64：零售渠道结构占比：KA 与 BC 比重大幅提升（按零售额）**




资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

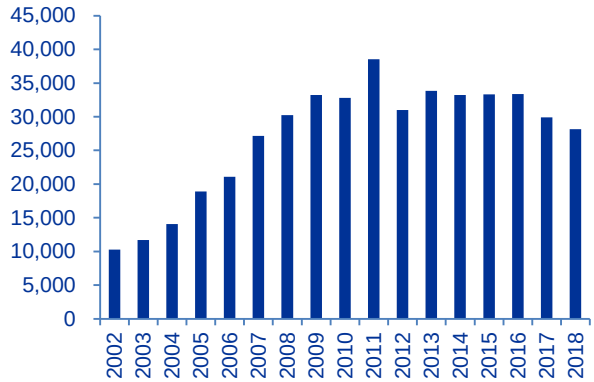
**一站式购物催化调味品家庭端走向现代流通。**现存农贸市场多数来自于 80 年代，环境设施陈旧，购物体验较差。2000 年代初期，在政策支持下，多数城市采取了“农改超”的改革模式，部分农贸市场的“脏乱差”现象得到改善。另一部分以永辉超市为典范的现代流通引领超市行业转变，将生鲜与农产品带入超市，导致农贸市场的零售角色逐步被淡化，对接餐饮的批发成为了主要角色。此外，全国连锁超市的数量在 2000 年代大幅提升，更多街道社区得到覆盖。受益于现代流通一站式购物的便捷，零售端消费者更偏好于商超超市采购，因此调味品的现代流通销售占比也在 2000 年代显著提升。

**图 65：亿元以上农产品市场的批发占比逐步提升**




资料来源：国家统计局，申万宏源研究（注：按成交额计算）

**图 66：全国连锁超市门店总数（单位：个）**




资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**现代流通驱动包装化及品牌化发展。**现代流通营业面积大、容纳品牌多，消费者可更方便地货比三家，因而采购决策更易受到外部因素的冲击。这催生了调味品包装的精细化发展，并通过包装标识及广告投放，在消费者潜意识中注入品牌形象。在渠道开发及下沉过程中，零售终端更加碎片化，只有大型调味品企业才能支持现代流通布局所产生的高费用率，如进店、导购、堆头及买赠促销等。

**图 67：华东某商超调味品专区**

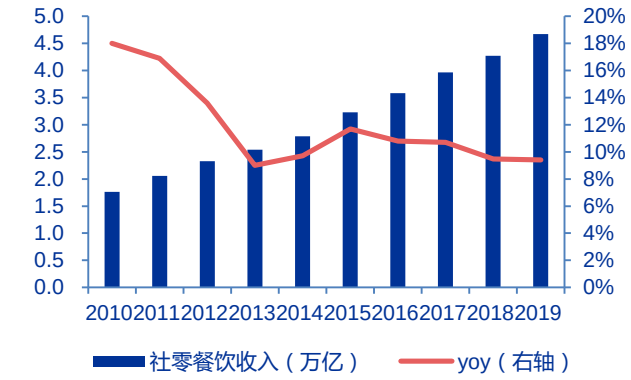
资料来源：申万宏源研究

**现代流通仍将主导，疫情催生线上化。**随着城镇化的推进，现代流通仍将是零售端的主要渠道，头部调味品企业将更注重品牌化发展。通过建立品牌形象，在消费者选购前预先占领心智，实现零售端份额加速向头部企业集中的趋势。另一方面，新冠疫情推动快消品线上销售阶段性激增，但部分消费习惯的转变预计将是永久性。此外，伴随着短视频 app、直播带货等平台和模式的兴起，调味品企业将加大推进线上渠道的推广和营销。因此，调味品零售端的线上化预计将得到加速。

## 3.2 餐饮：连锁化大势所趋，催生复合调味品定制需求

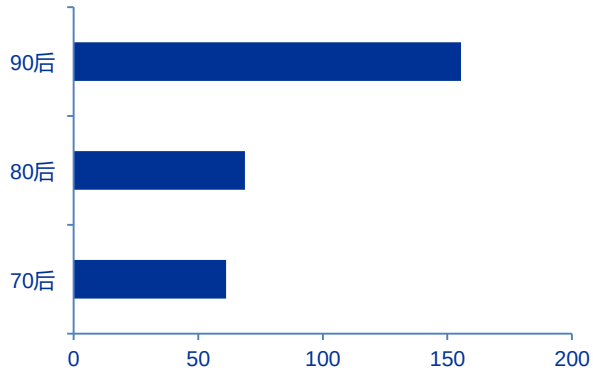
**外出就餐比重趋势向上，餐饮景气度有望延续。**中国餐饮规模 2019 年达到 4.67 万亿，同比增长 9.4%。从年轻消费者做饭少的特点，我们预计餐饮收入增速可保持近双位数增长。此外，中国人均饮食服务支出占可支配收入的比重不断攀升，2018 年达到 4.07%，但仍低于美国。随着经济发展、收入增加及生活节奏的加快，餐饮行业的收入规模有望延续近双位数增长。

**图 68：中国餐饮收入规模保持近双位数增长**



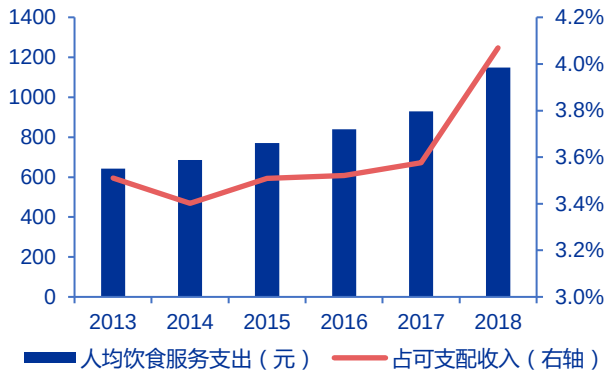

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 69 :2018 年消费者月度做饭次数少于三次的 TGI**



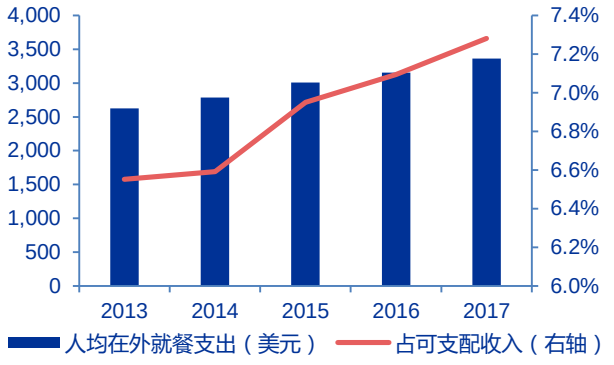

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究（注：TGI 值越大，此项特征越明显）

**图 70：中国人均饮食服务支出占可支配收入比重**




资料来源：国家统计局，申万宏源研究（注：饮食服务指在餐馆等支付的饮食服务的支出）

**图 71：美国人均饮食服务支出占可支配收入比重**




资料来源：劳工统计局，圣路易斯联邦储备银行，申万宏源研究

**自八项规定以来，餐饮转型大众化与连锁化。**餐饮渠道客户主要可分为正餐、火锅、快餐、团餐和西餐及休闲餐饮五类。根据中国饭店协会统计，2015-2017 年各类餐饮消费人次同比增长维持良好态势，三个档次中，中档和大众餐饮表现较优异。除大众化外，餐饮连锁化的趋势显著，近年来连锁餐厅的收入增速高于非连锁餐厅。我们预计连锁化的趋势将会持续，主因**传统中式餐饮扩张均面临三大困难：1）对厨师依赖程度高导致的门店复制困难；2）异地扩张难以克服口味差异；3）门店数量的管理困境。**因此，传统中式餐饮大众化趋势与扩张困境的矛盾，催化了连锁餐饮渠道的发展。**从消费者角度，连锁餐饮的标准化避免踩雷、降低试错成本；从商家角度，连锁化能够扩大影响力和规模优势，提升可复制性并降低交易成本。**对标海外市场，中国餐饮连锁化率具有极大提升空间。2013-2017 年中国餐饮连锁化率均不超过 10%，约为美国和日本的 1/6。

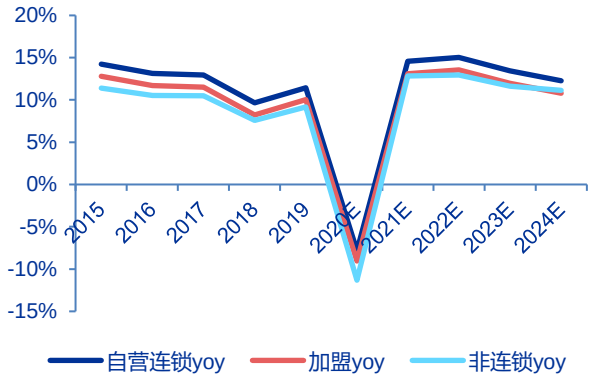
**表 7：2015-2017 各类餐饮消费人次同比增速情况**

| | | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|---|---|---|---|
| 正餐 | 高档 | - | 2.15% | 1.49% |
| | 中档 | - | -0.58% | 11.45% |
| | 大众 | - | 7.35% | 12.93% |
| 火锅 | 高档 | -2.67% | -0.94% | 7.07% |
| | 中档 | 4.94% | 3.97% | 13.87% |
| | 大众 | 6.85% | 2.60% | 9.50% |
| 快餐 | | -2.03% | 11.73% | 1.90% |
| 团餐 | | 7.81% | 11.68% | 17.00% |
| 西餐及休闲餐饮 | 高档 | -12.95% | -9.25% | -13.11% |
| | 中档 | -2.63% | 11.83% | -2.27% |
| | 大众 | 7.25% | 24.00% | 35.55% |

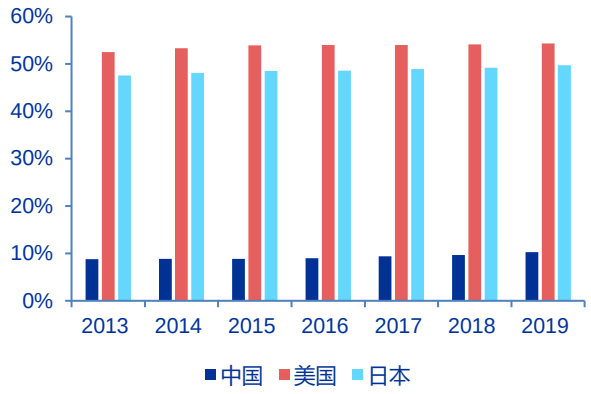
资料来源：中国饭店协会，申万宏源研究

**图 72：中国连锁、加盟的餐饮收入增速预计快于非连锁**

**图 73：2013-2019 中、美、日餐饮连锁化率情况**



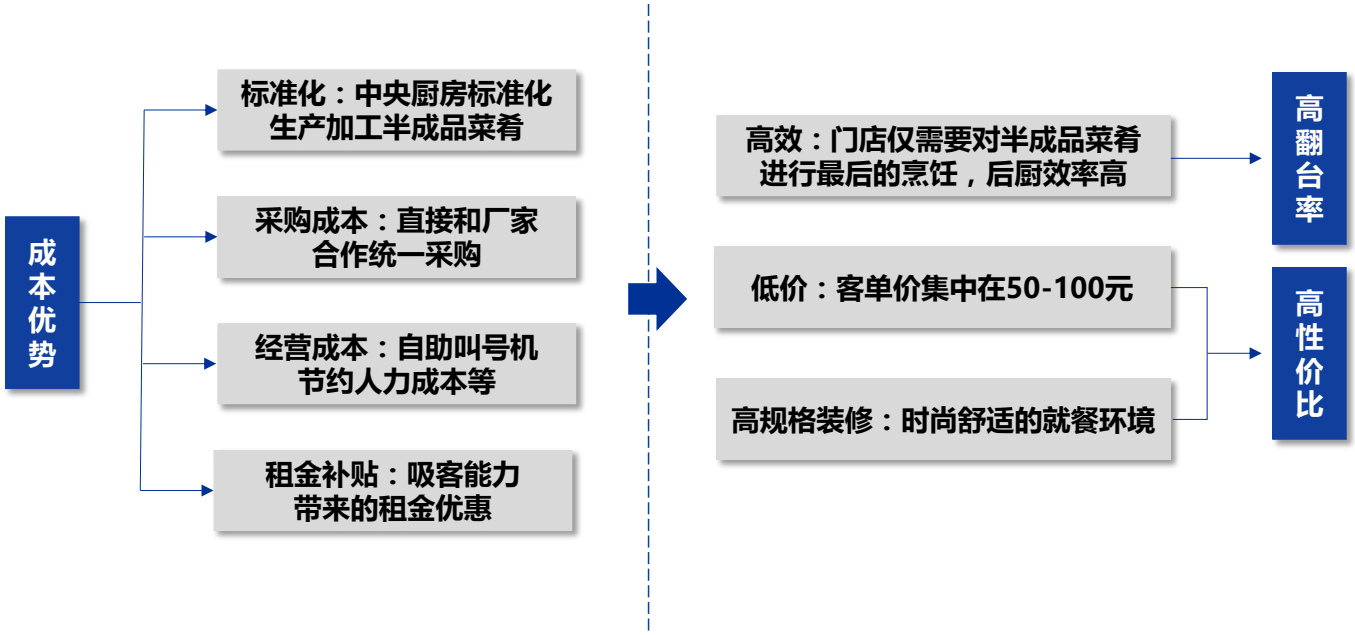

资料来源：国家统计局，Frost & Sullivan，申万宏源研究




资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

**在连锁化趋势下，时尚快餐及单品餐厅是发展的主要方向。**老乡鸡等时尚快餐的优势主要在于高性价比，为消费者提供了效率、环境和体验。公司通过控制运营成本，进而降低菜品价格，同时就餐环境更为舒适，深受消费者喜爱。因此，时尚快餐具有较强的吸客能力，盈利的关键在于高翻台率。另一方面，单品餐厅近年来呈现爆发趋势，例如牛蛙、小龙虾及酸菜鱼等一道菜带动一家餐厅成为新常态，在各垂直细分领域均出现代表性品牌，譬如太二酸菜鱼及红魔重庆美蛙。根据《中国餐饮报告 2018》的调查，63.3%的消费者倾向于选择单品餐饮，主要受益于消费目标明确、决策难度低。

**图 74：连锁时尚快餐与单品餐厅的优势**




资料来源：申万宏源研究

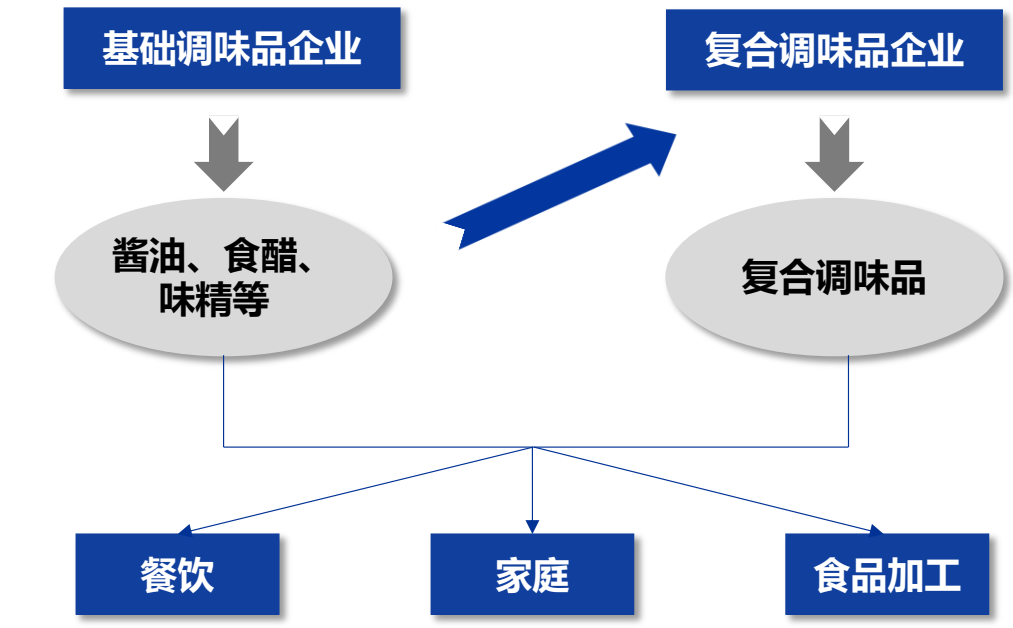
**连锁化趋势的核心在于中央厨房，催生定制及复合调味品需求。**连锁餐厅的定制需求主要包括确保口味一致、简化厨房操作、减少中间环节、缩减厨房空间、减少厨务风险和降低餐厅成本。通过门店间口味标准化、对手间口味差异化，驱动消费者形成味觉记忆，构筑品牌差异化壁垒。这将取决中央厨房对于调味品的选择和运用，也是复合调味品在 B

端兴起的关键驱动力。未来的发展模式将会是正向定制与反向定制，前者是调味品企业提供标准复合产品，后者则是连锁餐饮向调味品企业寻求差异化定制。

## 3.3 食品加工：复合化发展成趋势，基础调味品变原料

**复合化趋势推动基础调味品成为原材料。**味精的先例验证了品类被替代的可能性，而酵母提取物（YE）的发展加速了味精的衰弱。随着复合化的兴起，未来将有更多的基础调味品如酱油食醋被用作于原材料，生产咸味或酸味的复合调味品。但是，我们认为，咸味与酸味作为基础味觉以及酱油食醋在中餐的漫长历史，使两者并不能完全被替代，只是呈现在终端消费者的形态将有所改变。

**图 75：复合化的趋势下，基础调味品将成为原材料的一部分**




资料来源：申万宏源研究

# 4. 公司篇：全渠道布局 多品类扩张 成长性优秀

**调味品企业发展思路：全渠道、多品类。**餐饮相对薄弱的企业近几年纷纷加大餐饮渠道布局，力争实现 B 端 C 端结构均衡。在空白市场与全渠道覆盖的过程中，公司抓住调味品细分赛道众多、景气度高的特质，不断扩充品类，确保长期成长潜力。

## 4.1 海天味业：扩品类、升结构、提份额，长期成长潜力充沛

**内外兼修的全国化调味品龙头企业。从内部来看**，公司具备**超前灵活的机制体制**与**脚踏实地的管理层。**早年通过股权激励与市场化的薪酬考核调动团队积极性，且管理层扎根于行业数十载，专注调味品板块业务。因此，公司牢牢地把握住 2000 年代酱油行业高速成长的黄金十年，一举蜕变为全国化的调味品企业。**从外部来看**，海天**纵深兼备的渠道网络**帮助公司产品在可见度与渗透率方面远强于竞品；而地推、空中、新媒体层层叠加的宣传

方式为海天打造了**家喻户晓的品牌形象，**使得“海天”品牌不仅在中国品牌力指数中以压倒性的优势位于调味品板块首位，同时在凯度快消品品牌中位列第四。因此，在机制、管理、渠道与品牌方面，海天均属于调味品行业的标杆企业。

**品类扩张、结构升级、份额提升，保障长期成长。**虽然公司目前以酱油、蚝油、调味酱为三大核心品类，但近几年积极实施收购并购，布局食醋、料酒及复合调味品等高成长赛道。站在长期角度，公司可不断扩充品类，使渠道力与品牌力的协同效应持续释放，有望成为综合的调味品平台。譬如，高景气的复合调味品赛道目前处于跑马圈地的态势，公司近期推出六款火锅底料，标志着公司正式切入复合调味品品类。从品类的盈利能力来看，公司凭借味极鲜酱油实现结构升级，拉动酱油吨价，并布局健康有机的升级路径，为长期盈利的提升留有空间。虽然蚝油品类的毛利率低于公司平均水平，但蚝油赛道的培育由海天主导，目前利用性价比进行渠道渗透与消费者培育，待市场成熟、消费者粘性养成之际，有望提升品类盈利能力。此外，无论在酱油细分赛道还是行业整体，海天将加速收割市场份额，强化自身长期成长性与确定性。

预测 2020-22 年收入分别为 228.0 亿、263.3 亿、303.6 亿，分别同比增长 15.1%、15.5%、15.3%；预测 2020-22 年归母净利润分别为 63.3 亿、73.0 亿、84.8 亿，分别同比增长 18.2%、15.3%、16.2%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 81x、70x、60x，维持增持评级。

## 4.2 中炬高新：机制改善、效率提升，有望从第二梯队突围

**差异化竞争，定位家庭中高端。**公司目前为调味品行业第二梯队的佼佼者。早期为避开与海天味业的直面竞争，公司采取差异化发展战略，主要体现在三个方面：1）定位差异，聚焦中高端市场，主攻家庭零售端，2）品类差异，首要品类为酱油，其次是鸡精鸡粉与食用油，3）产品差异，公司主打厨邦鲜味酱油，抓住酱油功能细分的成长期。从吨价来看，公司酱油吨价维持在 6200 元/吨以上，普遍高于其他竞争对手 5500 元/吨。

**产品与价格体系完善，市场与渠道开拓蓄势待发。**在宝能入主与实控人变更的平稳过渡下，公司顺利由国有体制变更为民营体制，内部的薪酬激励与任务考核进一步市场化，团队积极性与执行效率有望得到激活。公司将采取 1+N 的品类战略，以酱油为核心，开展多个辅助品类实现协同发展。公司已逐步完善产品与价格体系，将根据渠道和市场特点，因地制宜投放产品。未来资源投入将向非主销区倾斜，预计是收入增长的主要驱动力；在主销区，通过加推新品，延续稳定增长。餐饮端，公司将通过线上线下共同推进餐饮渠道搭建，2019 年末餐饮收入比重为 28%，计划将其提升至 40%的合理区间。在市场拓展中，加强自身在当地的品牌影响力，落实终端的推广细节工作，逐步扩大销售网络。虽然费用投放将有所加大，但公司将加强内部管控，着重提升生产、运营及费用投放效率，确保盈利能力稳步提升。在内部机制提升效率的驱动下，公司预计将驶入发展的快车道，并有望从第二梯队中脱颖而出。

预测 2020-22 年收入分别为 53.5 亿、63.7 亿、74.1 亿，分别同比增长 14.4%、19.1%、16.3%，预测 2020-22 年归母净利润分别为 8.7 亿、10.6 亿、12.6 亿，分别同比增长 21.3%、21.5%、19.5%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 60x、50x、42x，维持买入评级。

## 4.3 恒顺醋业：百年恒顺已起锚，更多改革将落地

**食醋龙头，底蕴深厚。**食醋行业格局分散，以品种角度来看，市场份额主要以山西陈醋及镇江香醋为主。两者规模相当，但内部格局略有差异，陈醋竞争激烈，主要有紫林、水塔、东湖等多品牌林立；而香醋格局更为明朗，恒顺醋业在 2000 年代初期对本地主要对手恒丰及恒大进行收购，完成了香醋市场的份额整合，因此公司在香醋领域根基牢固，占据绝对领导地位。此外，恒顺醋业具备百年品牌底蕴，在镇江本埠及其他华东地区品牌认可度极高。因此，恒顺醋业为食醋的龙头企业，在本埠市场基本盘已夯实的背景下，公司在全国化推进方面具有相对先行基础。

**期待改革红利，唤醒百年品牌。**新董事长 2020 年年初上任后，对公司整体进行了深入研究，将对产品品类、考核体系、营销渠道等各方面进行深化改革。公司将进一步实行瘦身计划，聚焦调味品主业，做强醋、做深酒（黄酒、料酒）、做宽酱（酱油、酱菜、酱料），实现第二、第三成长曲线。渠道端，一方面对传统经销商进行中长期规划，另一方面打造“智慧零售”，上线微信小程序等。对于外埠空白市场，公司内部采取战区制，独立考核，提升激励，下放更多费用投放与团队奖励的决策权于战区，实现战区领导的赋能与差异化薪酬。此外，在八大样板市场加大销售人员的引进与培训，待成熟后辐射周边区域。虽然短期内报表端的表现或受战区人员调整有所波动，但伴随着改革效果陆续显现、高端产能建设完毕、年轻化营销团队搭建完成，恒顺悠久的品牌底蕴与过硬的产品实力将得到充分释放。

预测 2020-22 年收入分别为 20.6 亿、23.8 亿、27.9 亿，分别同比增长 12.6%、15.5%、16.9%；预测 2020-22 年归母净利润分别为 3.5 亿、4.0 亿、4.9 亿，分别同比增长 6.8%、15.9%、20.8%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 61x、53x、44x，维持增持评级。

## 4.4 涪陵榨菜：多品类、跨赛道，发力渠道下沉

**榨菜代名词，品牌溢价实力持续放大。**公司为酱腌菜龙头企业，拥有乌江与惠通两大品牌，且乌江已形成榨菜符号化的优势，消费者心智占有度极高。公司的提价实力也侧面凸显乌江的品牌溢价能力。自 2012-2018 年以来，公司通过直接与间接的方式多次提价。受益于消费者对于公司产品的认可度与提价接受度高，公司的盈利能力不断提升。

**消费升级、渠道下沉、品类扩张。**从行业维度看，在消费升级、健康意识提升的推动下，酱腌菜行业依旧处于包装替代散装的过程之中，公司将充分享受行业成长红利。从公司维度看，成长驱动力主要来自于渠道下沉及品类扩张。在渠道方面，公司积极推进渠道下沉，完善空白县级市场的覆盖，随后通过精细化管理，提升当地市场人均消费量。在品类方面，公司将以榨菜为核心，不断提升行业市场份额，并通过“乌江”品牌的延伸，实现萝卜、下饭菜、泡菜与海带等酱腌菜全覆盖，同时逐步向辣椒酱与复合调味品等其他赛

道迈进。未来，伴随着县级市场的精耕细作与新品类成熟，公司有望进一步强化酱腌菜龙头企业的地位。

预测 2020-22 年收入分别为 22.4 亿、25.4 亿、28.9 亿，分别同比增长 12.6%、13.4%、13.8%，预测 2020-22 年归母净利润分别为 7.4 亿、8.5 亿、10.2 亿，分别同比增长 22.2%、15.2%、19.0%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 48x、42x、35x，维持买入评级。

## 4.5 天味食品：打法思路逐步清晰，多举措提升收入规模

**复合调味品龙头，双品牌驱动，多品类覆盖。**复合调味品为近几年兴起赛道，行业格局分散，处于跑马圈地态势。公司为西南地区川调龙头企业，上市一年有余，战略思路逐步明朗。公司目前拥有“好人家”与“大红袍”两大品牌，形成双轮驱动，打法相对更灵活，大红袍瞄准大众端市场，好人家针对中高端市场。在品类方面，公司主要覆盖火锅底料与中式复合调料，是复合调料中最大的两个细分赛道，其中公司的中式复合调料增长迅猛。这主要受益于公司较强的研发与推新能力，新品可实现持续放量，近几年推出青花椒鱼、酸菜鱼、小龙虾调料、牛油手工火锅等多个爆款大单品。

**全渠道覆盖，新品涌现，多举措提升规模。**短期看，公司利用股票期权与限制性股票，将销售团队、管理层的核心利益与公司绑定，极大地提升团队积极性。两项股权激励的目标考核为收入增速，表明公司目前旨在上规模、抢份额，在行业发展初期抢占一席之地。中长期看，公司将通过多个举措保持可持续发展：1）外埠扩张，加大渠道招商力度，采取渠道、品牌、品类区隔，加快空白渠道、空白市场的覆盖；2）定制餐调，紧抓餐饮连锁化机遇，为餐饮渠道提供定制化服务；3）新品推广，积极研发推广新品，打造战略大单品；4）费用投放加大，通过渠道支持、广告宣传、节目冠名、代言人等方式，强化品牌影响力。

预测 2020-22 年收入分别为 24.2 亿、30.8 亿、38.9 亿，分别同比增长 39.9%、27.6%、26.0%；预测 2020-22 年归母净利润分别为 4.0 亿、4.7 亿、6.0 亿，分别同比增长 35%、18%、26%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 92x、78x、62x，维持增持评级。

## 4.6 千禾味业：顺应消费升级，开拓外埠市场，成长空间可期

**零添加领导者，产品更具性价比。**公司是零添加系列的领导者，系列涵盖酱油、食醋与料酒。受益于先行优势及多年细心培育，公司在零添加领域已具备品牌符号化的认知。公司零添加酱油主要分为 180 天、280 天与 380 天，覆盖的价格带广阔。其中，千禾零添加 180 天占据 15-16 元/500ml 价格带，而龙头企业的高端酱油位于 20 元/500ml 以上，因此千禾味业具有价格带错位竞争的优势。品质方面，公司零添加酱油氨基酸态氮含量大于或等于 1.1g/500ml，高于市场上其他零添加酱油。综上，公司在高端酱油竞争中具有高性价比优势。

**由西南走向全国，未雨绸缪布局餐饮，成长空间广阔。**在西南地区，公司已完成全渠道布局，未来将侧重于渠道的精耕与下沉，西南地区有望保持稳健的增量态势。在西南以外，销售渠道主要集中于核心城市核心地段的 KA 卖场，可开发空间与成长潜力大。虽然目

前公司仍有过半的收入来自于西部地区，但外埠占比的提升趋势已开始显露。在餐饮端，公司将发挥自身研发实力，根据 B 端客户需求设计定制化产品，通过未来几年时间打造具有战斗力的餐饮团队、打磨高性价比的产品及打通餐饮营销体系，为未来的全渠道全品类发展夯实基础。从渠道反馈来看，公司产品在川渝地区的认可度高，但外埠区域仍被传统龙头企业所占据。为加强自身品牌力，公司将通过导购地推、广告投放及线上直播等多重方式提升品牌竞争力。在调味品高端化的趋势下，公司有望利用更具性价比的零添加产品，由区域龙头蜕变为全国化调味品企业，中长期的成长潜力值得关注。

预测 2020-22 年收入分别为 17.9 亿、22.9 亿、28.4 亿，分别同比增长 32.2%、27.6%、24.0%；预测 2020-22 年归母净利润分别为 3.0 亿、3.7 亿、4.7 亿，分别同比增长 53%、20%、28%；最新收盘价对应 2020-22 年 PE 分别为 81x、67x、52x，维持增持评级。

**表 8：重点调味品公司盈利预测表**

| 公司简称 | 股价（元） | 归母净利润（亿） | | | | | 增速 | | | | PE | | | 评级 | 总市值 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | (09-17) | 18A | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | 20PE | 21PE | 22PE | | （亿） |
| 海天味业 | 157.67 | 43.6 | 53.5 | 63.3 | 73.0 | 84.8 | 23% | 18% | 15% | 16% | 81 | 70 | 60 | 增持 | 5109 |
| 中炬高新 | 66.00 | 6.1 | 7.2 | 8.7 | 10.6 | 12.6 | 18% | 21% | 21% | 19% | 60 | 50 | 42 | 买入 | 526 |
| 恒顺醋业 | 21.06 | 3.0 | 3.2 | 3.5 | 4.0 | 4.9 | 7% | 7% | 16% | 21% | 61 | 53 | 44 | 增持 | 211 |
| 涪陵榨菜 | 44.80 | 6.6 | 6.1 | 7.4 | 8.5 | 10.2 | -9% | 22% | 15% | 19% | 48 | 42 | 35 | 买入 | 354 |
| 天味食品 | 61.36 | 2.7 | 3.0 | 4.0 | 4.7 | 6.0 | 11% | 35% | 18% | 26% | 92 | 78 | 62 | 增持 | 369 |
| 千禾味业 | 36.68 | 2.4 | 2.0 | 3.0 | 3.7 | 4.7 | -17% | 53% | 20% | 28% | 81 | 67 | 52 | 增持 | 244 |

资料来源：Wind、申万宏源研究

# 5. 投资建议与风险提示

## 5.1 投资建议：聚焦传统品类的强者，关注新兴品类的新秀

**短期阶段性影响不改长期成长趋势。**今年疫情更加凸显调味品板块的防御特点，本质是刚需属性所带来的需求支撑。我们认为，疫情对于调味品需求端的冲击较小，虽然餐饮对调味品的需求阶段性降至冰点，但有效地被家庭端销售所弥补。随着二季度复工延期及物流限制等不利因素消退，重点公司的报表端表现环比大幅改善，上半年整体表现好于或持平全年目标进度。

**调味品行业仍处于成长阶段，在餐饮景气度延续与消费升级推动下，长期成长潜力充沛。**我们认为，行业整体的需求量并未见顶，并且刚刚开启高端化的升级趋势。随着城镇化推进及消费者生活节奏加快，外出就餐及外卖频率的提升将利好调味品行业整体需求量。在消费升级的趋势下，高端产品如零添加、有机、陈酿等系列产品频繁涌现，不断推升传统品类的单位价格。我们预计调味品行业未来量价齐升，有望持续扩容。

**中长期看，基础与复合调味品将出现结构切换。**调味品行业的优势在于不断有大单品、新品类涌现。复合调味品兴起的核心本质在于效率提升与难度简化。餐饮端，随着连锁化趋势愈发显著，中央厨房利用复合调味品确保标准化与流程简化，有效降低各类运营成本。零售端，难度较高、步骤复杂的菜式也可通过复合调味品来实现快速复制，极大地满足了

家庭端对生活品质的追求。因此，随着复合调味品的快速成长，部分基础调味品的需求将向上游原材料角色转变。

**传统赛道强者恒强，复合赛道孕育新秀，每个细分赛道都有走出龙头企业的可能性。**目前，调味品行业整体格局仍旧分散，在基础调味品各个赛道中，仍不乏众多中小企业。但是，在龙头企业扩品类及复合调味品的替代下，中小企业的生存空间将受到内外双方的共同挤压，行业整合速度有望开始加速。我们预计，强者恒强的逻辑将不断得到验证，但这并不代表一个龙头企业可垄断多个赛道。在各细分领域，头部企业已形成一定的品牌壁垒与符号化，如海天之于酱油、乌江之于榨菜、恒顺之于香醋等。通过扩品类的后进入者想要取代原先企业的龙头地位绝非轻而易举。综上，从整体角度看，行业集中度将持续提升；从细分领域看，每个赛道都有走出龙头企业的可能性，并且新兴的复合调味品赛道预计将有后起之秀出现。

## 5.2 风险提示：食品安全问题、行业竞争加剧

1) **食品安全问题：**系统性产品品质不达标，发生如苏丹红、三聚氰胺等行业事件，引发行业层面食品安全问题，受到有关部门的处罚并被媒体曝光，严重损害行业形象，产生消费者信任危机。企业可能需要多年重新树立品牌形象并建立消费者信任。

2) **宏观需求下行影响餐饮需求**：餐饮渠道调味品的单位使用量高于其他渠道，若宏观经济下行，消费者外出就餐率或外卖率降低，餐饮景气度受损，导致调味品行业整体需求量的增速放缓或下滑。

3) **行业竞争加剧**：各企业扩品类或全国化过程中，进入其他龙头企业强势赛道或区域，加剧直接竞争，导致盈利能力下滑。

**信息披露**

**证券分析师承诺**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**与公司有关的信息披露**

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

**机构销售团队联系人**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhysc.com |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | chenzuoxi@swhysc.com |
| 海外 | 朱凡 | 021-23297573 | zhufan@swhysc.com |

**股票投资评级说明**

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|---|---|
| 买入（Buy） | ：相对强于市场表现20%以上； |
| 增持（Outperform） | ：相对强于市场表现5%～20%； |
| 中性（Neutral） | ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| 减持（Underperform） | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|---|---|
| 看好（Overweight） | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性（Neutral） | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡（Underweight） | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**考研资料**：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
**英语类**：四六级万词班专四专八雅思等
**财经类**：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
**公务员**：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
**银行**：银行招聘、笔试、面试
**教师资格**：小学、中学、教师招聘面试
**建筑**：一建、二建、消防、造价
**法考**：主观题、客观题
**多平台网课**：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
**精选资料**：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
**押题**：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
**行业报告**：20000 份+持续更新

| | | |
|---|---|---|
| 英语四六级备考资料 | 计算机二级备考资料 | 150 所高校考研专业课资料 |
| 两小时搞定毛概马原思修近代史纲 | 高数(微积分)+线性代数+概率论 | 素描 0 基础入门教程 |
| 教师资格证全套备考资料 | 普通话考试资料礼包 | 书法教程微信 2270291360 |
| 大学生英语竞赛备考资料 | 大学生数学竞赛备考资料 | 1000 份各行业营销策划方案合集 |
| 挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料 | 电子设计竞赛必备资料 | 街舞 0 基础入门教程 |
| 托福雅思备考资料 | 大学物理学科攻略合集 | 动漫自学教程 |
| SCI 最全写作攻略 | TEM4/TEM8 专四专八备考资料 | 教师资格证面试试讲万能模板 |
| 360 份精美简历模板 | 数学建模 0 基础从入门到精通 | 100 套快闪 PPT 模板 |
| Vlog 制作最全攻略 | 超强 PR 模板 | 42 套卡通风 PPT 模板 |
| PS 零基础教程微信 1131084518 | PS 高级技能教程 | 63 套酷炫科技 PPT 模板 |
| 好用到极致的 PPT 素材 | 128 套中国风 PPT 模板 | 32 套 MBE 风格 PPT 模板 |
| 327 套水彩风 PPT 模板 | 295 套手绘风 PPT 模板 | 54 套毕业答辩专属 PPT |
| 196 套日系和风 PPT 模板 | 82 套文艺清新 PPT 模板 | 57 套思维导图 PPT 模板 |
| 163 套学术答辩 PPT 模板 | 53 套北欧风 PPT 模板 | 34 套温暖治愈系 PPT 模板 |
| 118 套国潮风 PPT 模板 | 30 套仙系古风 PPT | 126 套黑板风 PPT 模板 |
| 114 套星空风格 PPT 模板 | 192 套欧美商务风 PPT 模板 | 42 套绚丽暈染风 PPT |
| 50 套精美 INS 风 PPT 模板 | 56 套水墨风 PPT 模板 | 137 套清爽夏日风 PPT 模板 |
| 98 套森系 PPT 模板 | 25 套简约通用 PPT 模板 | 记忆力训练教程 |
| 300 套教学说课 PPT 模板 | 123 套医学护理 PPT 模板 | AE 动态模板微信 2270291360 |
| 毕业论文资料礼包 | 教师资格证重点笔记+易错题集 | 表情包制作教程 |
| 吉他自学教程（送 6000 谱） | 钢琴自学教程（送 1000 谱） | 区块链从入门到精通资料 |
| 2000 部 TED 演讲视频合集 | Excel 从入门到精通自学教程 | 单片机教程 |
| 230 套可视化 Excel 模板 | 1000 款 PR 预设+音效 | 1000 份实习报告模板 |
| 手绘自学教程微信 1131084518 | 单反从入门到精通教程 | 人力资源管理师备考资料 |
| 英语口语自学攻略 | 粤语 0 基础从入门到精通教程 | 证券从业资格证备考资料 |
| 日语自学教程 | 韩语自学教程 | PHP 从入门到精通教程 |
| 法语学习资料 | 西班牙语学习资料 | 炒股+投资理财从入门到精通教程 |
| 全国翻译专业资格考试备考资料 | BEC 初级+中级+高级全套备考资料 | 大数据学习资料 |
| SPSS 自学必备教程 | Origin 自学必备教程 | 会计实操资料 |
| LaTeX 全套教程+模板 | EndNote 教程+模板 | 小提琴 0 基础入门自学教程 |
| GRE 超全备考资料 | 200 份医学习题合集 | 司考备考资料 |

| | | |
|---|---|---|
| 思维导图教程＋素材 | 20000 份行业研究报告 | 一级造价工程师备考资料 |

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 陈安之 | 曾仕强 | 马云 | 杜云生 | 翟鸿燊 | 刘一秒 | 俞凌雄 |
| 王健林 | 余世维 | 雷军 | 周文强 | 安东尼罗宾 | 董明珠 | 李嘉诚 |
| 徐鹤宁 | 冯晓强 | 李践 | 刘克亚 | 罗伯特清崎 | 戴志强 | 李伟贤 |
| 苏引华 | 史玉柱 | 李强 | 俞敏洪 | 杰亚伯拉罕 | 周鸿祎 | 唐骏 |
| 梁凯恩 | 陈永亮 | 傅佩荣 | 贾长松 | 易发久 | 李彦宏 | 湖畔大学 |
| 李开复 | 聂枭 | 悟空道场 | 魏星 | 姬剑晶 | 其他名师全集 | 其他资料下载 |
| 王兴 | 王智华 | 智多星 | 陈文强 | 周导 | | 微信 2270291360 |
| 泡妞 | 撩汉 | 泡仔 | 房中术 | 性福课 | 驻容术 | 泡妞撩汉性福合集 |

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 记忆力训练 | 形象礼仪 | 健康养生 | 企业管理 | 沟通技巧 |
| 演讲与口才 | 经理修炼 | MBA 讲座 | 时间管理 | 战略经营 |
| 企业文化 | 销售心理 | 管理素质 | 国学讲座 | 执行力 |
| 团队管理 | 领导艺术 | 员工激励 | 潜能激发 | 谈判技巧 |
| 绩效管理 | 薪酬管理 | 43 份直销制度 | 电话销售 | 人力管理 |
| 客户服务 | 创业指南 | 市场营销 | 餐饮管理 | 保险讲座 |
| 品牌营销 | 酒店管理 | 汽车 4S 店 | 众筹资料 | 销售技巧 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 兴趣爱好： | 钓鱼教程 | 魔术教学 | 炒股教学 | 美术教学 | 书法教学 |
| 音乐乐器： | 萨克斯教学 | 电子琴教学 | 小提琴 | 古筝教学 | 钢琴教学 |
| | 吉他教学 | | | | |
| 体育运动： | 篮球教学 | 足球教学 | 羽毛球教学 | 兵乓球教学 | 太极拳教学 |
| | 围棋教学 | 高尔夫球 | | | |
| 生活实用： | 插花教学 | 茶艺-茶道 | 唱歌教学 | 单反相机摄影 | 毛线编织 |
| | 小吃+美食 | | | | |
| 语言学习： | 英语 | | | | |
| 电脑 IT： | 办公 office | PS 美工教学 | | | |

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

# 如果群里报告过期

# 请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

# 扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。